



# Der Einfluss von CEO Duality auf die Bewertung von Schweizer Unternehmen

Raphael Uster

Universität Zürich

## Abstract

Die Gestaltung der obersten Führungsstruktur stellt börsenkotierte Unternehmen vielfach vor grosse Herausforderungen. Die Wahl zwischen einer Personalunion von CEO und Verwaltungsratspräsident – oft als CEO Duality oder Doppelmandat bezeichnet – oder einer getrennten Doppelspitze führt regelmässig zu starken Reaktionen von Investoren, Politikern und Wirtschaftsverbänden. Die bisherige Forschung liefert für den Zusammenhang von CEO Duality und der Bewertung der Unternehmen am Kapitalmarkt sowohl international als auch in der Schweiz inkonsistente Ergebnisse. Die vorliegende Arbeit untersucht den Einfluss von CEO Duality auf die Bewertung von 194 Schweizer Unternehmen aus dem Swiss Performance Index für die Jahre 2000 bis 2015. Zur Überprüfung werden zwei gegensätzliche Hypothesen aufgestellt, die auf den beiden vorherrschenden Denkschulen, Agency Theory und Stewardship Theory, basieren. Ein handgesamelter Paneldatensatz erlaubt es, multiple Regressionsanalysen im Rahmen einer Panelanalyse durchzuführen. Es resultiert ein statistisch signifikant negativer Zusammenhang zwischen CEO Duality und Tobin's Q, der verwendeten Kennzahl für die Unternehmensbewertung. Unternehmen mit einem Doppelmandat haben einen um 0.1959 tieferen Tobin's Q als Unternehmen mit einer Doppelspitze. Dieses Resultat ergibt eine gewisse Evidenz für die Hypothese der Agency Theory, die eine Trennung der beiden Funktionen vorsieht. Die Ergebnisse dieser Arbeit bestätigen somit die Richtung, die der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance mit der Präferenz für die Trennung der beiden Funktionen verfolgt. Gleichzeitig wird ersichtlich, dass ein striktes Verbot von CEO Duality die Schweizer Unternehmen unnötig einschränken würde und nicht optimal sein kann. Somit kann die momentane Regulierungsgrundlage als vernünftig beurteilt werden.

**Keywords:** CEO Duality, Corporate Governance, Chief Executive Officer, Personalunion, Unternehmensbewertung

## 1. Einleitung

### 1.1. Ausgangslage und Problemstellung

Unternehmensskandale in den Vereinigten Staaten von Amerika, exzessive Saläre von Top-Managern in der Schweiz und die staatliche Rettung der UBS während der globalen Finanzkrise haben dazu geführt, dass der Begriff Corporate Governance in den letzten Jahren stetig an Bedeutung gewonnen hat. Die Reaktionen der Regulierungsbehörden auf diese Ereignisse im 21. Jahrhundert sind dabei sehr unterschiedlich ausgefallen. Beispielsweise veröffentlichten die USA 2002 den Sarbanes-Oxley Act als Gesetz für börsenkotierte US-Unternehmen (Amstutz (2007), S.79). In der Schweiz wurde im gleichen Jahr die erste Version des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, nachfolgend Swiss Code genannt, vom Dachverband der Schweizer Wirtschaft Economiesuisse veröffentlicht.

Böckli et al. (2004, S. 76) nennen in ihrem Expertenbericht zur Teilrevision des Aktienrechts die Wahl der Ausge-

staltung der Führungsstruktur auf oberster Ebene in einem Unternehmen als eine der umstrittensten Grundsatzfragen in der Corporate Governance Forschung. Einerseits kann eine Unternehmung eine Struktur wählen, bei welcher dieselbe Person gleichzeitig als Verwaltungsratspräsident und als Chief Executive Officer amtiert. Dabei wird von einer sogenannten Personalunion oder CEO Duality gesprochen. Andererseits kann eine Unternehmung durch eine Trennung dieser beiden Funktionen gekennzeichnet sein. In diesem Fall liegt eine Doppelspitze vor; es gibt also je einen Verwaltungsratspräsidenten und einen separaten CEO als Vorsitzenden der Geschäftsleitung.

Diese Thematik wird seit der Jahrtausendwende in der Presse häufig sehr kontrovers diskutiert. Mitverantwortlich ist die Tatsache, dass die wissenschaftliche Forschung bisher keine eindeutige Meinung hervorbrachte. Die Auswirkungen dieser Organisationsstrukturen auf die Performance und die Bewertung von Unternehmen scheinen sehr unterschiedlich und vom jeweiligen Land und ihren Regulierungsbehörden

abhängig zu sein. Dennoch ist es für die Unternehmen essentiell zu verstehen, wie sich die Ausgestaltung und auch Veränderungen ihrer Führungsstruktur auswirken werden.

## 1.2. Zielsetzung

Das übergeordnete Ziel der vorliegenden Bachelorarbeit ist die quantitative Untersuchung der Auswirkung von CEO Duality auf die Unternehmensbewertung von Schweizer Unternehmen. Mittels einer Paneldatenanalyse über mehrere Jahre soll ermittelt werden, ob das Vorhandensein einer solchen Governance-Struktur einen positiven oder negativen Effekt auf die Unternehmen hat. Schmid und Zimmermann (2008) führten in ihrer Studie mit dem Titel „Should Chairman and CEO Be Separated? Leadership Structure and Firm Performance in Switzerland“ eine ähnliche Analyse für die Jahre 1993 bis 2002 durch. Sie erwähnen dabei insbesondere, dass sich der 2002 veröffentlichte Swiss Code somit noch nicht auf ihr Sample ausgewirkt hat (Schmid und Zimmermann (2008), S. 190).

Der Swiss Code hat jedoch seither grossen Einfluss auf die Qualität und die Umsetzung der Corporate Governance in der Schweiz (Amstutz (2007), S. 82). Bezüglich CEO Duality gibt die revidierte Version 2014 eine Präferenz für die Trennung der beiden Funktionen vor, erlaubt jedoch die Personalunion weiterhin unter gewissen Voraussetzungen, wenn spezifische Gründe vorliegen (Economiesuisse (2014), S.12). Die vorliegende Arbeit versucht zu erfassen, inwiefern sich diese Thematik in den Jahren 2000 bis 2015 verändert hat und ob die Empfehlungen des Swiss Code präzise genug formuliert sind. Mittels einer ausführlichen Literaturanalyse soll zudem der aktuelle Stand der Forschung aufbereitet werden, um die Vor- und Nachteile der beiden Organisationsstrukturen ableiten und verstehen zu können.

Die Schweiz ist gemäss Schmid und Zimmermann (2008, S. 202) gut für eine solche Analyse geeignet, da sich die Grundvoraussetzungen bezüglich CEO Duality von Ländern wie beispielsweise den USA oder Deutschland erheblich unterscheiden. Die Resultate aus der vorliegenden Arbeit mit Schweizer Unternehmen und aktuellen Daten sind also einerseits für die Frage der Regulierung in der Schweiz von Bedeutung und andererseits als Ergänzung für die bisher vor allem amerikanisch geprägte Forschung auf diesem Gebiet der Corporate Governance.

## 1.3. Vorgehensweise und Methodik

Die Arbeit ist grob in zwei Teile gegliedert. Der erste Teil umfasst eine theoretische Auseinandersetzung zum Thema der CEO Duality als Aufbau für den zweiten Teil. Der Fokus liegt dabei einerseits auf der Corporate Governance in der Schweiz mit den Akteuren Aktionär, Verwaltungsrat und Management. Andererseits wird die internationale Forschung zur CEO Duality anhand von den zwei vorherrschenden Denkschulen, der Agency Theory und der Stewardship Theory, aufbereitet. Daraus resultieren zwei gegensätzliche Hypothesen bezüglich des Zusammenhangs von CEO Duality und der Bewertung von Unternehmen.

Der zweite Teil besteht aus der empirischen Analyse, um die beiden aufgestellten Hypothesen testen zu können. Dabei wird eine Paneldatenanalyse mit 194 an der SIX Swiss Exchange kotierten Unternehmen aus dem Swiss Performance Index für die Jahre 2000 bis 2015 durchgeführt. Die Daten zur CEO Duality basieren auf einer eigenen Erhebung aus den öffentlich verfügbaren Geschäftsberichten der betreffenden Unternehmen. Mittels einer multiplen Regressionsanalyse soll anschliessend der Einfluss auf die Unternehmensbewertung anhand der Kennzahl Tobin's Q gemessen werden. Die erhaltenen Resultate werden im Kontext der bisherigen Studien interpretiert und allfällige Empfehlungen für Politik sowie Unternehmen abgeleitet.

Die Arbeit untersucht primär den Einfluss von CEO Duality auf die Bewertung, also Valuation, von Unternehmen und nicht auf die kurz- oder langfristige relative Performance gegenüber einem Aktienmarkindex. Ebenso wenig wird die Thematik der Unabhängigkeit von Mitgliedern in Verwaltungsräten untersucht oder beachtet. Die vorliegende Arbeit ist in vier Kapitel aufgeteilt. Nach dieser Einleitung behandelt das zweite Kapitel die Theorie in insgesamt drei Unterkapitel. Das Kapitel 2.1 befasst sich mit der Corporate Governance im Allgemeinen und mit den Besonderheiten im Schweizerischen Umfeld. Das Kapitel 2.2 ist der CEO Duality gewidmet und betrachtet diese sowohl im internationalen wie auch im schweizerischen Kontext. Im Kapitel 2.3 werden zwei Hypothesen aufgestellt, die auf den beiden vorgestellten Denkschulen basieren. Das Kapitel 3 behandelt das Sample, die empirische Methodik und bespricht die erhaltenen Resultate. Das abschliessende Kapitel 4 besteht aus einer Zusammenfassung, einem Fazit und einem kurzen Ausblick.

## 2. Theorie

### 2.1. Corporate Governance

#### 2.1.1. Einführung und Definition

Der Begriff Corporate Governance wird in der Praxis, in der Forschung und auch in den Medien auf sehr unterschiedliche Art und Weise benutzt. Die stark steigende Bedeutung der Corporate Governance für Unternehmen ist unter anderem auf die Globalisierung, die Konzernbildung und auf fatale Managemententscheidungen in der Vergangenheit zurückzuführen (Volkart und Wagner (2014), S. 1054). Böckli et al. (2004, S. 15) definieren den Begriff Corporate Governance als sogenannte Steuerungsmechanismen, „die ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle und Transparenz innerhalb von Aktiengesellschaften anstreben und die darauf abzielen, die Rolle der Aktionäre als Träger des Kapitalrisikos zu stärken“.

Der Dachverband Economiesuisse (2014, S. 6) definiert die Corporate Governance in ihrem Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance als „die Gesamtheit der auf das nachhaltige Unternehmensinteresse ausgerichteten Grundsätze, die unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz auf der obersten Unternehmensebene Transparenz

und ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle anstreben.“ Dieser Grundgedanke widerspiegelt sich in den Empfehlungen des Swiss Codes, die in 19 von 29 Artikeln den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung betreffen.

Hofstetter (2002, S. 6) unterscheidet in seinem Bericht zum Swiss Code in der ersten Version von 2002 eine enge und eine weite Definition der Corporate Governance. Die Corporate Governance im weiteren Sinne behandelt allgemeine Organisationsfragen zum Schutz der Aktionäre des Unternehmens. Im engeren Sinne hingegen geht es lediglich um die Ausgestaltung der obersten Führungsstruktur. Dabei steht das häufig verwendete Prinzip der Checks and Balances<sup>1</sup> im Zentrum, also das richtige Verhältnis von Führung und Kontrolle im Unternehmen (Hofstetter (2002), S. 6).

Die vorliegenden Erläuterungen zeigen, dass es keine eindeutige Definition gibt. Relevant ist jedoch, dass diese Thematik eine hohe und weltweite Bedeutung für Unternehmen, Anleger, Behörden und Forscher genießt. Passend in diesem Zusammenhang ist der Titel vom Buch von Larcker und Tayan (2016): Corporate Governance matters.

### 2.1.2. Unterschiede in der Regulierung

Die spezifischen Regulierungen und die Vorgehensweisen der Behörden betreffend Corporate Governance sind von Land zu Land unterschiedlich ausgeprägt. Ein kurzer Überblick der Regulierungsgrundlage in der Schweiz im Vergleich mit den Vereinigten Staaten von Amerika, Grossbritannien und weiteren Ländern soll helfen, die Rahmenbedingungen zu verstehen, mit denen sich die Unternehmen in ihrer Tätigkeit konfrontiert sehen.

2002 hat der Dachverband der Schweizer Wirtschaft Economiesuisse erstmals den Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance veröffentlicht. Der Swiss Code beinhaltet Empfehlungen einer Expertengruppe<sup>2</sup> für die börsenkotierten Unternehmen in der Schweiz. Gleichzeitig veröffentlichte die Schweizer Börse SIX Swiss Exchange (2016), früher SWX Six Exchange, erstmals die Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (RLCG). Der Swiss Code wurde erstellt, da die fortschreitende Globalisierung und Transparenzanforderungen solche Best-Practice-Empfehlungen zur Corporate Governance Anfangs des 21. Jahrhunderts erforderten (Hofstetter (2002), S.1). Ebenfalls verhindern oder verzögern solche Selbstregulierungsrichtlinien im Rahmen von Empfehlungen oftmals strengere behördliche Gesetze (Amstutz (2007), S. 80).

Die erstmalige Fassung des Swiss Codes wurde 2007 durch einen Anhang mit Empfehlungen zur Entschädigung ergänzt und 2014 aufgrund der eidgenössischen Volksinitiative gegen die Abzockerei und Entwicklungen in der Corporate

Governance umfassend revidiert. Eine wesentliche Änderung ist die Einführung des Comply or Explain-Prinzips, welches die RLCG bereits seit 2002 kannte.

Comply or Explain bedeutet, dass die Unternehmen die vorgeschlagenen Leitideen und Empfehlungen entweder annehmen (Comply) oder erklären (Explain) müssen, warum sie es nicht tun (Economiesuisse (2014), S. 6). Diese Änderung geht darauf zurück, dass sich die Governance in der Schweiz seit Einführung des Swiss Codes deutlich verbessert hat und sich der Swiss Code dadurch auch als ein etwas stärkeres Instrument<sup>3</sup> legitimiert hat (Amstutz (2007), S. 82).

International unterscheiden sich die Arten der Regulierungen wesentlich. Beispielsweise hat der amerikanische Kongress als Reaktion auf die Unternehmensskandale von Enron und WorldCom 2002 den Sarbanes-Oxley Act durchgesetzt (Amstutz (2007), S. 249). Dieses Gesetz enthält umfangreiche Weisungen zur obersten Führungsstruktur und zu Tätigkeiten der Manager von amerikanischen Firmen (Larcker und Tayan (2016), S. 31). 2010 wurde mit dem Dodd-Frank Act als staatliche Reaktion auf die globale Finanzkrise das zweite wichtige Governance-Gesetz der USA erlassen (Bainbridge (2012), S. 12). Grossbritannien hingegen hat bereit 1992 mit dem Cadbury Report Best- Practice-Richtlinien herausgegeben (Hofstetter (2002), S. 5). Nach diversen Zusammenschlüssen von Reports zum sogenannten Combined Code gilt heute für börsenkotierte Unternehmen in Grossbritannien der U.K. Corporate Governance Code (Larcker und Tayan (2016), S. 32). Weiter gibt es auch die G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, die erstmalig 1999 veröffentlicht wurden und als einen angesehenen internationalen Standard für viele Unternehmen und Investoren gelten (OECD (2015), S. 3).

### 2.1.3. Prinzipal-Agenten-Problem

Die Corporate Governance basiert auf einem Problem, welches sich aus der grundsätzlichen Ausgestaltung moderner Kapitalgesellschaften ergibt. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle führt zum sogenannten Prinzipal-Agenten-Problem (Volkart und Wagner (2014), S. 1054). Der Aktionär, der Eigentümer der Unternehmung, offeriert sein Kapital und gibt gleichzeitig die Kontrolle an das Management ab. Er ist der Prinzipal und die Geschäftsleitung sein Agent. Obwohl der Aktionär der Prinzipal ist, hat er keinerlei Entscheidungsmacht mehr über die strategische und operative Führung des Unternehmens (Bainbridge (2012), S. 2). Die Trennung von Eigentum und Kontrolle, die bereits von Berle und Means (1932) beschrieben wurde, ist also eine implizite Eigenschaft einer modernen Kapitalgesellschaft (Bainbridge (2012), S. 2).

Jensen und Meckling (1976, S. 308) definieren die Prinzipal-Agenten-Beziehung allgemein als einen Vertrag

<sup>1</sup>Das Prinzip der Checks and Balances bedeutet in diesem Zusammenhang die ausgewogene Verteilung der Macht und Kontrolle zwischen den Aktionären, dem Verwaltungsrat, der Geschäftsführung und der Revisionsstelle (Hofstetter (2002), S. 28).

<sup>2</sup>In dieser Expertengruppe arbeiten unter anderem Prof. em. Peter Böckli (Universität Basel), Prof. em. Peter Forstmoser und Prof. Karl Hofstetter (beide Universität Zürich) mit (Economiesuisse (2014), S. 5).

<sup>3</sup>Mit der Einführung des „Comply or Explain“-Prinzips geht der Swiss Code nun über die völlig freiwillige Art und Weise der Selbstregulierung hinaus und fordert von den Unternehmen eine Erklärung, warum sie gewisse Richtlinien nicht einhalten. Dies wurde bereits früh gefordert, um den Code mit „mehr Muskeln zu versehen“ (Amstutz (2007), S. 83).

zwischen dem Prinzipal und dem Agenten. In dieser Beziehung ist dabei entscheidend, dass der Agent Entscheidungsbefugnisse vom Prinzipal erhält. Es findet also die bereits erwähnte Trennung von Eigentum (Aktionär) und Kontrolle beziehungsweise Führung (Management) statt. Die Aktionäre haben ausserhalb der Generalversammlung keinen Einfluss mehr, was das Management mit ihrem Kapital macht (Amstutz (2007), S. 77). Da jedoch auch die Generalversammlung als Zusammenkunft der Eigentümer nur auf gewisse Aspekte Einfluss nehmen kann, delegieren die Aktionäre die Oberleitung und Kontrolle der Gesellschaft gemäss Artikel 716a OR an den Verwaltungsrat. Die Beziehung zwischen dem Prinzipal und dem Agenten führt zur logischen Folgerung, dass der Agent nicht immer im Interesse des Prinzipals handelt und dies in den sogenannten Agency Costs resultiert (Jensen und Meckling (1976), S. 208). Ein Manager eines Unternehmens hat möglicherweise andere Ziele oder Interessen als ein Kleinaktionär, welcher nur wenige Aktien des Unternehmens hält.

Wie steht dies nun im Zusammenhang mit der Governance eines Unternehmens? Das System der Corporate Governance kommt ins Spiel, um diese Agency Costs, die aus dem Prinzipal-Agenten-Problem resultieren, verringern zu können (Larcker und Tayan (2016), S. 4). Corporate Governance soll einerseits die Interessen möglichst aller Aktionäre schützen und andererseits eine angemessene Führung des Unternehmens ermöglichen, die auf Transparenz und ausgewogenen Machtverhältnissen mittels Checks and Balances beruht (Amstutz (2007), S. 77). Ammann et al. (2005, S. 3) betonen dabei die Wichtigkeit der Beziehung zwischen Aktionär und Verwaltungsrat, da der VR eine qualitativ hochstehende Corporate Governance implementieren muss. Die Corporate Governance beeinflusst somit direkt den Shareholder Value, dessen Maximierung die Aktionäre letztendlich anstreben (Amstutz (2007), S. 78).

#### 2.1.4. Die Schweizerische Aktiengesellschaft

Die Schweizerische Aktiengesellschaft ist gemäss den Artikeln 620 bis 771 im Obligationenrecht eine Rechtsform einer Kapitalgesellschaft. Artikel 620 Absatz 1 definiert die AG als eine Gesellschaft mit eigener Firma, deren Aktienkapital in Aktien zerlegt ist und für deren Verbindlichkeiten nur das Gesellschaftsvermögen haftet. Die Aktiengesellschaft ist somit nützlich, wenn Firmenanteile beispielsweise an der Börse gehandelt werden sollen, Konzerne gebildet werden und eine klare Struktur der Haftungsverhältnisse angestrebt wird (Volkart und Wagner (2014), S. 655). In der Schweiz können sowohl kleine, mittlere als auch sehr grosse Unternehmen als Aktiengesellschaft organisiert sein.

Die Aktionäre haben grundsätzlich die Wahl, ob die Aktiengesellschaft einen Börsengang, also eine Erstplatzierung oder Initial Public Offering, durchführen soll oder ob die Gesellschaft eine private Eigentümergesellschaft bleibt (Volkart und Wagner (2014), S. 661). Sobald eine Aktiengesellschaft jedoch nach einem IPO an einer Börse kotiert ist und die Aktien von Investoren gekauft werden können, handelt es sich um eine Publikumsgesellschaft. Dabei wird nach Volkart

und Wagner (2014, S. 58) zwischen einer echten und einer unechten Publikumsgesellschaft unterschieden. Eine echte Publikumsgesellschaft besitzt ein breitgestreutes Aktionariat. Eine unechte Publikumsgesellschaft hingegen hat einen Mehrheitsaktionär, welcher einen wesentlichen Anteil am Unternehmen besitzt. Dabei handelt es sich in der Schweiz oft um eine Familie (Volkart und Wagner (2014), S. 58).

Die Ausgestaltung der Anteilsrechte der Aktiengesellschaft hat einen grossen Einfluss auf die Corporate Governance des Unternehmens. Bei einer echten Publikumsgesellschaft mit breitem Aktionariat ist das im vorhergehenden Kapitel besprochene Prinzipal-Agenten-Problem am stärksten ausgeprägt. Zwischen den Kleinaktionären und den Managern kann es zu zahlreichen Ziel- und Interessenskonflikten kommen (Volkart und Wagner (2014), S. 58). Sobald aber eine Person oder eine Familie als Mehrheitsaktionär auftritt, verringert sich dieses Problem, da Vertreter dieser Aktionäre meistens in der operativen Führung auftreten (Hofstetter (2002), S. 8). Somit ist die Trennung von Eigentum und Kontrolle nicht mehr wie bei einer echten Publikumsgesellschaft mit Kleinaktionären gegeben. Diese Struktur wiederum kann aber auch zu anderen Problematiken führen. Beispielsweise können sich Differenzen zwischen Mehrheits- und Minderaktionären oder Problematiken mit grossen institutionellen Investoren ergeben (Hofstetter (2002), S. 8). Hofstetter (2002, S. 8) betont dabei, dass gerade in der Schweiz bei Diskussionen bezüglich der Ausgestaltung der Corporate Governance von Aktiengesellschaften sowohl echte als auch unechte Publikumsgesellschaften berücksichtigt werden müssen. In der Folge wird der Einfachheit halber, wo nicht anders vermerkt, auf diese Unterscheidung verzichtet und unter einer Publikumsgesellschaft ein öffentliches und kotiertes Unternehmen verstanden.

#### Generalversammlung und Aktionäre

Die rechtliche Situation für den Aktionär ist in der Schweiz durch das Obligationenrecht geregelt. Die Generalversammlung, also die Zusammenkunft der Aktionäre eines Unternehmens, ist gemäss Art. 698 Abs. 1 OR das oberste Organ der Aktiengesellschaft. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 nennt beispielsweise die Wahl der Mitglieder des Verwaltungsrates und der Revisionsstelle als eine der sechs unübertragbaren Aufgaben der Generalversammlung.

Fama und Jensen (1983, S. 302) bezeichnen ein Unternehmen als ein Nexus von Verträgen. Die Aktionäre übernehmen dabei die Rolle der Residualhalter, nachdem alle anderen Parteien wie beispielsweise die Mitarbeiter oder Fremdkapitalgeber für ihre gelieferten Ressourcen vertraglich entschädigt wurden. Die einzige Rolle der Aktionäre ist somit das Tragen des Residualrisikos, da ihre Anteilsrechte jederzeit übertragbar sind (Fama und Jensen (1983), S. 303). Der Swiss Code hingegen bezeichnet die Aktionäre als letzte Entscheidungsinstanz, da sie das Eigenkapital bereitstellen (Economiesuisse (2014), S. 7). In der ersten Empfehlung werden analog zum Obligationenrecht die Kompetenzen der Aktionäre festgehalten und sie werden aufgefordert, ihre Mitspracherechte an der GV auch aktiv wahrzunehmen (Economiesuisse (2014), S. 7).



suisse (2014), S. 7).

Die Aktionäre sind in der vorliegenden Arbeit aufgrund folgender Tatsache relevant: Wenn Aktionäre mit der Corporate Governance ihres Unternehmens nicht einverstanden sind, dann haben sie zwar beschränkte Möglichkeiten, direkt Einfluss auf das Management zu nehmen, jedoch können sie den Unternehmenswert, gemessen an den Kapitalmärkten, erheblich beeinflussen. Dies erreichen sie beispielsweise durch das Verkaufen ihrer Aktienposition. Somit kann sich eine Veränderung in der Organisationsstruktur sehr schnell auf den Aktienkurs und somit auf den Unternehmenswert auswirken. In diesem Zusammenhang wird bei Publikumsgesellschaften mit breitem Aktionariat häufig vom Shareholder Value oder Aktionärswert als alternative Bezeichnung für den Unternehmenswert gesprochen.

#### *Verwaltungsrat und Verwaltungsratspräsident*

Das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle in einer Publikumsgesellschaft führt dazu, dass die Aktionäre meistens im Hintergrund bleiben. Sie delegieren die Kontrolle und die Führung des Unternehmens an den von ihnen im Rahmen der Generalversammlung gewählten Verwaltungsrat. Dadurch verhindern sie zwar eine Desorganisation, welche entstehen würde, wenn sehr viele Aktionäre am täglichen Management teilhaben würden. Auf der anderen Seite schaffen sie so das in Kapitel 2.1.3 besprochene Prinzipal-Agenten-Problem (Bainbridge (2012), S. 3).

Ammann et al. (2005, S. 3) nennen die Beziehung zwischen dem Aktionär und dem Verwaltungsrat als eines der wichtigsten Themen der Corporate Governance. Der Schweizerische Verwaltungsrat ist volkswirtschaftlich betrachtet eine Möglichkeit, um das Prinzipal-Agenten-Problem zu lösen oder zu verringern (Ammann et al. (2005, S. 3), S.3). von der Crone (2001, S. 29) beschreibt die klare Trennung zwischen Aktionär und Verwaltungsrat folgendermassen: Die Generalversammlung, als oberstes Organ der Aktiengesellschaft gemäss OR, regelt die Grundlagen betreffend Personalentscheidungen und gibt somit die Richtung vor, während der Verwaltungsrat die Strategie und die Leitung des Unternehmens übernimmt.

Der rechtliche Rahmen für den Verwaltungsrat ist im Obligationenrecht im Artikel 716 geregelt. Gemäss Art. 716a Abs. 1 OR hat der Verwaltungsrat folgende sieben Aufgaben, die er weder an jemanden übertragen noch sich davon entziehen kann:

1. die Oberleitung der Gesellschaft und die Erteilung der nötigen Weisungen;
2. die Festlegung der Organisation;
3. die Ausgestaltung des Rechnungswesens, der Finanzkontrolle sowie der Finanzplanung, sofern für die Führung der Gesellschaft notwendig
4. die Ernennung und Abberufung der mit der Geschäftsführung und der Vertretung betrauten Personen;
5. die Oberaufsicht über die mit der Geschäftsführung betrauten Personen, namentlich im Hinblick auf die Befolgung der Gesetze, Statuten, Reglemente und Weisungen;
6. die Erstellung des Geschäftsberichtes sowie die Vorbereitung der Generalversammlung und die Ausführung ihrer Beschlüsse
7. die Benachrichtigung des Richters im Falle der Überschuldung.

Wie sofort erkennbar wird, hat der Verwaltungsrat als einzelnes Organ sowohl die Oberleitung als auch die Kontrolle inne. Diese Konzentration von Leitung und Kontrolle in einer einzigen Institution wird als monistisches System bezeichnet und widerspricht jeglichen Ansätzen der Gewaltentrennung, um ein ausgeglichenes System der Checks and Balances zu schaffen (Amstutz (2007), S. 157). Ein dualistisches System mit getrennten Organen ist beispielsweise in Deutschland zu finden, wo der Aufsichtsrat die Aufsicht und Kontrolle übernimmt, während der Vorstand ausschliesslich für die operative Führung verantwortlich ist. Ein solches System ist gemäss OR in der Schweiz jedoch nicht erlaubt, da der Verwaltungsrat die letztendliche Leitung der Gesellschaft sicherstellt und nicht nur für die Aufsicht verantwortlich sein kann. Falls jedoch nur nicht-exekutive Mitglieder im Verwaltungsrat vertreten sind, dann würde dieser Verwaltungsrat dem Deutschen Aufsichtsrat relativ nahekommen (von der Crone (2001), S. 29).

Dieses grundsätzliche Problem, dass der Verwaltungsrat die Gesellschaft führt und sich selbst gleichzeitig kontrolliert, wird jedoch durch die Möglichkeit der Delegation der operativen Geschäftsleitung im Obligationenrecht relativ elegant gelöst (Amstutz (2007), S. 157). Nach Art. 716b Abs. 1 OR<sup>4</sup> kann der Verwaltungsrat die exekutive Geschäftsführung, also das daily business, an einzelne seiner Mitglieder oder an Dritte übertragen. Dies bedeutet, dass der Verwaltungsrat die operative Geschäftsführung entweder an einen Delegierten des Verwaltungsrates oder an einen Direktor (CEO) bzw. eine Geschäftsleitung übertragen kann. Er behält aber zwingend die strategische Oberleitung und Oberaufsicht über die Gesellschaft und über die vom ihm betraute Geschäftsführung. Wichtig zu betonen ist in diesem Kontext, dass die Hierarchie zwischen diesen beiden Organen klar geregelt ist, da die Geschäftsleitung dem Verwaltungsrat in jedem Fall unterstellt ist (Amstutz (2007), S. 157).

Der Swiss Code befasst sich sehr ausführlich mit der Gestaltung des Verwaltungsrats. Höchst relevant ist dabei die neunte Empfehlung bezüglich der Aufgaben des Verwaltungsrates, die über die aktienrechtliche Definition des Aufgabenbereichs hinausgeht. Diese Empfehlung wurde im Rahmen der Revision des Swiss Codes 2014 angepasst. Der Verwaltungsrat ist demnach für die spezifische Definierung und Umsetzung der Corporate Governance zuständig. Weiter enthält der Swiss Code vielfältige Empfehlungen zur Zusammensetzung, Unabhängigkeit, Arbeitsweise und zu den verschiedenen Ausschüssen des Verwaltungsrates (Economesuisse (2014), S.9ff).

Gemäss Obligationenrecht besteht der Verwaltungsrat aus mindestens einer Person, meistens jedoch aus mehre-

<sup>4</sup>Falls durch die Statuten dazu ermächtigt.

ren Mitgliedern<sup>5</sup>. Die Wahl des Verwaltungsratspräsidenten erfolgt entweder durch den Verwaltungsrat selbst oder die GV wählt ihn, falls dies so in den Statuten bestimmt ist<sup>6</sup>. Der Präsident leitet die mehrmals jährlich stattfindenden Sitzungen des Verwaltungsrates und bestimmt so wesentlich die Agenda dieser Diskussionen. Er muss dementsprechend das Unternehmen und seine Strategie, Märkte, Produkte und Konkurrenten bestens kennen. Ebenfalls vertritt er das Unternehmen nach Aussen und kommuniziert unternehmensspezifische Angelegenheiten gegenüber den Medien und seinen Stakeholdern (Larcker und Tayan (2016), S. 59).

Der Swiss Code bezeichnet den Verwaltungsratspräsidenten passend als „Garant der Information“, welcher den Verwaltungsrat im Interesse der Aktionäre und der Gesellschaft führen soll (Economiesuisse (2014), S. 11). Folglich ist der Verwaltungsratspräsident zusammen mit dem ganzen Verwaltungsrat für die verschiedenen Aufgaben verantwortlich. Amstutz (2007, S. 124) fasst diese Aufgaben zu den folgenden fünf Haupttätigkeiten zusammen, die in der Abbildung 1 dargestellt sind:

#### *Geschäftsleitung und CEO*

Wie im vorhergehenden Kapitel erläutert, kann der Verwaltungsrat die Geschäftsführung gemäss Obligationenrecht an Mitglieder des Verwaltungsrats oder auch an Dritte delegieren. Die Entscheidung, ob er die Geschäftsführung delegiert oder nicht, fällt der Verwaltungsrat im Rahmen der zweckmässigen Strukturierung der Führungs- und Kontrollfunktionen in der obersten Führungsebene des Unternehmens (Economiesuisse (2014), S. 10).

Wenn der Verwaltungsrat einen Delegierten aus den eigenen Reihen bestimmt, dann übernimmt dieses Mitglied als exekutives Verwaltungsratsmitglied die operative Führung des Unternehmens. Exekutive Mitglieder des Verwaltungsrats werden gemäss Kommentar zur Corporate Governance-Richtlinie als „diejenigen Personen bezeichnet, welche im Unternehmen operative Führungsaufgaben erfüllen“ (SWX Swiss Exchange (2007), S. 15). Andererseits kann der Verwaltungsrat auch Dritte mit der Geschäftsführung beauftragen. Damit sind Direktoren im Sinne einer Geschäftsleitung gemeint, die nicht dem Verwaltungsrat angehören.

Grundsätzlich ist der Verwaltungsrat gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 4 OR mit der Ernennung der Geschäftsleitung betraut. Er ernennt den Chief Executive Officer als Vorsitzender der GL, welcher meistens noch weitere Direktoren wie beispielsweise der Chief Financial Officer angehören. Die klare Definition und Abgrenzung der Aufgabengebiete und Kompetenzen zwischen Geschäftsleitung und Verwaltungsrat soll gemäss der Empfehlung 11 im Swiss Code im Rahmen eines Organisationsreglements geregelt werden (Economiesuisse (2014), S. 10). Ersichtlich wird diese Kompetenzregelung zwischen den beiden Parteien im jährlichen Corporate Governance Bericht als Teil des Geschäftsberichts unter dem Gliederungspunkt 3.6, falls das Unternehmen die Richtlinien

betreffend Informationen zur Corporate Governance der SIX Swiss Exchange befolgt (SIX Swiss Exchange (2016), S. 3).

Die spezifischen Aufgaben des CEO und der Geschäftsleitung sollen zur Veranschaulichung anhand der Kompetenzregelung im Geschäftsbericht 2015 von Lindt & Sprüngli dargestellt werden. Eine konkrete Aufgabe des CEO als Vorsitzender der Geschäftsleitung von Lindt & Sprüngli umfasst die Informationsbeschaffung und die Informationsweiterleitung an die gesamte Geschäftsleitung und an den Verwaltungsrat. Ebenso ist er für die operativen Geschäfte des Konzerns und die korrekte Ausführung der Beschlüsse des Verwaltungsrats durch die Geschäftsleitung verantwortlich. Die Geschäftsleitung hingegen ist gesamthaft für die Umsetzung der beschlossenen Strategie und zudem alle Mitglieder einzeln für ihre jeweiligen Bereiche verantwortlich (Lindt & Sprüngli (2016), S. 25).

Dieses erste theoretische Kapitel 2.1 behandelt einerseits allgemeine Aspekte der Corporate Governance wie das Prinzipal-Agenten-Problem und andererseits spezifische Themen im Schweizerischen Umfeld wie beispielsweise die sehr häufig anzutreffende Aktiengesellschaft mit ihren einzelnen Elementen. Im nächsten Kapitel wird ein sehr umstrittenes und viel diskutiertes Thema im Rahmen einer Good Corporate Governance beleuchtet und eingeführt: die CEO Duality als Situation, wenn dieselbe Person gleichzeitig als CEO und als Verwaltungsratspräsident amtiert.

## 2.2. CEO Duality

### 2.2.1. Einführung und Definition

Sobald ein Unternehmen eine gewisse Grösse erreicht oder sobald es einen Börsengang anstrebt, stellt sich unvermeidlich die Frage nach der optimalen Führungsstruktur auf der obersten Ebene des Unternehmens. Wie gestaltet sich das Management? Wie ist das Verhältnis zwischen Management und Verwaltungsrat geregelt? Die Beantwortung dieser Fragen ist höchst relevant für börsennotierte Unternehmen im Rahmen ihrer Corporate Governance Bestrebungen und endet in der Grundsatzfrage, wie die Positionen des CEO und des Verwaltungsratspräsidenten optimal besetzt werden sollen (Amstutz (2007), S. 157/158).

Bezüglich der Definitionen und den Begriffen zur CEO Duality kommt es sowohl in der Forschung als auch in der Presse immer wieder zu Verwechslungen und Verwirrungen. Eine sorgfältige Definition ist deshalb besonders wichtig. Gemäss Swiss Code wird die Situation, in welcher eine erste Person als Verwaltungsratspräsident, also als Vorsitzender des VR, und eine zweite Person als CEO, also als Vorsitzender der Geschäftsleitung, amtiert, als „Doppelspitze“ bezeichnet (Economiesuisse (2014), S. 12). Es gibt mit dem VRP und dem CEO eine doppelte Spitze im Unternehmen, die gemeinsam die Führung sicherstellen. Wenn jedoch dieselbe Person gleichzeitig sowohl als Verwaltungsratspräsident wie auch als CEO amtiert, dann handelt es sich um eine „Personalunion“ dieser beiden Funktionen (Economiesuisse (2014), S.12).

Im englischen Sprachgebrauch wird in diesem Fall von CEO Duality gesprochen. Duality wird dabei aus der Sicht-

<sup>5</sup>Art. 707 Abs. 1 OR.

<sup>6</sup>Art. 712 Abs. 1 und 2 OR.



**Abbildung 1:** Führungsaufgaben des Verwaltungsrats (Quelle: Amstutz (2007), S. 124, eigene Darstellung)

weise des CEO verstanden, welcher gleichzeitig zwei Funktionen innehat. Rechner und Dalton (1991, S. 1) sprechen symbolisch von einer Führungsperson, welche als CEO und als VRP zwei verschiedene Hüte trägt. Nachfolgend wird analog dem Swiss Code von einer Personalunion, falls CEO Duality vorliegt, und von einer Doppelspitze, falls keine CEO Duality vorliegt, gesprochen. Die Entscheidung und die Ausgestaltung der Führungsstruktur als Personalunion oder als Doppelspitze hat speziell für die Aktionäre einen hohen Stellenwert. Amstutz (2007, S. 157/158) weist darauf hin, dass die Aktionäre an ausgeglichenen Machtverhältnissen an der Spitze ihres Unternehmens und einer angemessenen Kontrolle des Managements interessiert sind.

## 2.2.2. CEO Duality im internationalen Kontext

### Übersicht

Als Michael C. Jensen im Januar 1993 seine Presidential Address vor der American Finance Association hielt, äusserte er sich mit folgenden Worten zur CEO Duality Thematik in den Vereinigten Staaten von Amerika (Jensen (1993), S. 866):

„It is common in U.S. corporations for the CEO to also hold the position of chairman of the board. The function of the chairman is to run board

meetings and oversee the process of hiring, firing, evaluating, and compensating the CEO. Clearly, the CEO cannot perform this function apart from his or her personal interest. Without the direction of an independent leader, it is much more difficult for the board to perform its critical function. Therefore, for the board to be effective, it is important to separate the CEO and chairman positions.“

Diese deutliche Aussage und die Meinung, dass diese Positionen getrennt sein sollten, wird weltweit von vielen Corporate Governance Experten unterstützt und vertreten (Larcker und Tayan (2016), S. 112). Etwas überraschend ist dabei die Tatsache, dass die grosse Mehrheit der amerikanischen, börsenkotierten Firmen dennoch eine Personalunion aufweisen. Beispielsweise sind dies über 80% im Sample von 661 Unternehmen von Brickley et al. (1997, S. 197) für das Jahr 1998 und 79% im Sample von 141 Unternehmen von Rechner und Dalton (1991, S. 156) für die Jahre 1978 bis 1983. Auch noch nach der Jahrtausendwende nennen Larcker und Tayan (2016, S. 110) mit 77% in 2003, 61% in 2008 und 55% in 2013 hohe Werte für das Vorliegen von CEO Duality, jedoch ist hier ein abnehmender Trend zu erkennen.

In der Corporate Governance Forschung ist diese Thema-

tik der Ausgestaltung der Führungsstruktur höchst umstritten. Die akademische Literatur ist sich uneinig über die Auswirkungen auf die Performance und die Bewertung von Unternehmen, wenn zwischen Personalunion und Doppelspitze unterschieden wird (Tonello (2011), S. 1). Es gibt keine klare Evidenz, da die Ergebnisse aus diversen Studien und sogar aus Meta-Studien, die die Ergebnisse verschiedener Studien zusammenfassen und daraus Schlüsse ziehen wollen, sehr unterschiedlich ausfallen (Bainbridge (2012), S. 106).

Die bisherige empirische Literatur zu diesem Thema kann grundsätzlich zwei gegensätzlichen Denkschulen zugeordnet werden. Die Gegner der Personalunion befürchten, dass sich der CEO/VRP im Unternehmen nicht mehr kontrollieren lässt. Die Befürworter argumentieren meist mit den Vorteilen einer einheitlichen und effizienten Führungsstruktur (Finkelstein und D'aveni (1994), S. 1079). Die erste Sichtweise kann der Denkschule der Agency Theory zugeordnet werden, während es sich bei letzterer um die Stewardship Theory<sup>7</sup> handelt. Diese beiden Denkschulen werden nun im Folgenden einzeln behandelt. Ebenfalls werden anhand dieser beiden Theorien die Vorteile und die Nachteile bezüglich der Wahl einer Personalunion oder einer Doppelspitze erarbeitet.

#### Agency Theory

Die Denkschule der Agency Theory basiert auf dem Prinzipal-Agenten-Problem zwischen den Aktionären und dem Management. Dieses Problem wurde bereits in Kapitel 2.1.3 beschrieben. Dabei wird angenommen, dass die Manager nicht im Interesse der Aktionäre handeln, solange keine entsprechenden Anreize und Kontrollstrukturen geschaffen werden (Jensen und Meckling (1976), S. 308). Der Verwaltungsrat agiert als ein Mechanismus, um dieses Verhalten der Manager einzuschränken, indem er im Auftrag der Aktionäre die Manager bei ihren Tätigkeiten überwacht (Donaldson und Davis (1991), S. 50). Dieses Monitoring des Managements funktioniert gemäss Donaldson und Davis (1991, S. 50) jedoch nur, falls der Verwaltungsrat einen unabhängigen Präsidenten hat, welcher nicht gleichzeitig als CEO exekutiv tätig ist. Die Vertreter der Agency Theory befürworten also eine Doppelspitze, wobei die Funktionen des Chief Executive Officer und des Verwaltungsratspräsidenten getrennt voneinander sind.

Rechner und Dalton (1991, S. 155) finden heraus, dass Unternehmen ohne CEO Duality eine konstant bessere Performance zeigen als Unternehmen mit einer solchen Struktur. Sie untersuchen dabei für 141 zufällig ausgewählte Fortune 500 Unternehmen, inwiefern Unterschiede in der Performance in den sechs Jahren zwischen 1978 und 1983 beobachtbar sind. Für alle drei verwendeten Performancegrößen, ROE, ROI sowie Gewinnspanne und über alle sechs Jahre schneiden die Firmen ohne CEO Duality deutlich besser ab (Rechner und Dalton (1991), S. 157). Dies impliziert einen negativen Zusammenhang zwischen CEO Duality und Un-

ternehmensperformance, wie es die Agency Theory voraussetzen würde. Häufige Kritik an dieser Studie ist jedoch die fehlende Kontrolle für Industrieeffekte und für andere Governance Faktoren (Baliga et al. (1996), S. 44). Ausserdem haben Rechner und Dalton (1989, S. 142) nur zwei Jahre vorher mit dem identischen Sample von US-Firmen leicht positive, aber nicht signifikante Differenzen bei Unternehmen mit CEO Duality feststellen können. In dieser Studie haben sie als Unterschied jedoch anstatt Accounting-basierter Performancemassen risikoadjustierte Überrenditen verwendet (Probst und Raisch (2005), S. 142). Pi und Timme (1993, S. 521) untersuchen den Zusammenhang für ein Sample von 112 Banken für die Jahre 1987 bis 1990. Sie finden heraus, dass Banken mit CEO Duality eine tiefere Performance gemessen am ROA haben und dass diese Beziehung auf dem 10% Niveau statistisch signifikant ist. Diese Studien unterstützen somit die Sichtweise der Agency Theory, dass CEO Duality die Kontrolle des Verwaltungsrats untergräbt und die Unternehmensperformance möglicherweise negativ beeinflusst werden könnte (Boyd (1995), S. 303).

Gemäss der Agency Theory hat die Doppelspitze mit einem starken Verwaltungsratspräsidenten zahlreiche Vorteile gegenüber der Personalunion. Die Reduktion der aus dem Prinzipal-Agenten-Problem resultierenden Agency Costs infolge der Überwachung des Top-Managements ist ein erster Vorteil (Schmid und Zimmermann (2008), S. 185). Weiter führt eine Doppelspitze zu einer klaren Abgrenzung von Verantwortlichkeiten resultierend in einem Verwaltungsratspräsidenten, welcher als Vorsitzender des VR über die grösste Autorität verfügt, und einen Chief Executive Officer, welcher sich auf das operative Tagesgeschäft konzentrieren kann (Larcker und Tayan (2016), S. 113). Ebenfalls nennen Larcker und Tayan (2016, S. 113) den grossen Vorteil, dass weniger Konflikte bezüglich der Nachfolgeplanung und der Managemententschädigung bestehen, wenn der CEO nicht gleichzeitig auch Verwaltungsratspräsident ist. Die Doppelspitze kann jedoch auch zu wesentlichen Nachteilen führen, die zu berücksichtigen sind. Eine doppelte Führung kann zwar bei guter Umsetzung eine effiziente Führung ermöglichen, jedoch kann sie auch Verwirrung im Unternehmen und ineffiziente Entscheidungen herbeiführen (Larcker und Tayan (2016), S. 114). Weiter können Kosten entstehen, die bei einer Personalunion in dieser Form nicht zu finden wären. Beispielsweise kann eine Informationslücke zwischen den beiden Funktionen zu erheblichen Kosten führen, da der CEO meistens über ein weitaus grösseres Wissen verfügt als ein externer Verwaltungsratspräsident (Schmid und Zimmermann (2008), S. 185). Ebenfalls können neue Kosten für das Monitoring des Verwaltungsratspräsidenten selbst entstehen, da auch dieser vom Gesamtverwaltungsrat überwacht werden muss (Larcker und Tayan (2016), S. 114). Als weiteres Problem identifiziert Bainbridge (2012, S. 107) die Möglichkeit einer Rivalität zwischen dem CEO und dem Präsidenten aufgrund der meist sehr stark ausgeprägten Persönlichkeiten.

Zusammengefasst gilt, dass die Vertreter der Agency Theory starke Corporate Governance Mechanismen im Unternehmen verlangen und negativ gegenüber Strukturen wie

<sup>7</sup>Die Denkschule der Stewardship Theory wird manchmal auch der Organization Theory oder der Administrative Theory zugeordnet.



CEO Duality eingestellt sind (Donaldson (1990), S. 376). Die Sichtweise der Agency Theory betrachtet die CEO Duality Thematik aber aus einer Perspektive, die oftmals als zu einseitig gilt und zu früh als allgemeingültige Sichtweise akzeptiert wird (Donaldson und Davis (1991), S. 50). Im folgenden Kapitel wird nun die zweite, zur Agency Theory alternative Denkschule betrachtet, die Stewardship Theory.

#### *Stewardship Theory*

Die eben vorgestellte Sichtweise der Agency Theory unterstellt, dass sich die Manager auf Kosten der Aktionäre opportunistisch verhalten und somit kontrolliert werden müssen (Boyd (1995), S. 303). Donaldson und Davis (1991, S. 51) hingegen vertreten die Meinung, dass Manager auch nicht-finanzielle Ziele haben, die beispielsweise durch ihre starke Identifikation mit dem Unternehmen und durch ein natürliches Verantwortungsgefühl gegenüber den Stakeholdern ausgelöst werden. Diese alternative Sichtweise wird als Stewardship Theory bezeichnet (Donaldson (1990), S. 377).

Die Stewardship Theory basiert auf einer grundlegend anderen Auffassung über das Verhalten von Managern, als es die Agency Theory postuliert. Donaldson und Davis (1991, S. 51) definieren diesen Typ Manager folgendermassen:

„The executive manager, under this theory, far from being an opportunistic shirker, essentially wants to do a good job, to be a good steward of the corporate assets.”

Der Manager verhält sich also nicht opportunistisch, sondern handelt im Sinne der Aktionäre und maximiert deren Shareholder Value (Davis et al. (1997)). Diese alternative Ansicht hat diverse Implikationen auf die Corporate Governance und speziell auf die Ausgestaltung der obersten Führungsstruktur, die im starken Kontrast zu den Empfehlungen gemäss Agency Theory stehen.

Die Struktur der Corporate Governance im Unternehmen muss unbedingt eine effiziente Koordination und Führung ermöglichen (Donaldson (1990), S. 377). Dies wird dadurch begründet, dass die Manager kein Motivationsproblem mehr haben und sich somit auf eine starke Unternehmensperformance fokussieren können (Donaldson und Davis (1991), S. 51). Bezüglich der Frage nach der Ausgestaltung der Positionen des CEO und des Verwaltungspräsidenten bedeutet dies, dass die Vorteile einer Trennung der Führung auf oberster Ebene weniger ersichtlich sind (Tonello (2011), S. 1). Donaldson und Davis (1991, S. 52) argumentieren, dass eine Personalunion eine äusserst effiziente und starke Führung erlaubt und somit zu höheren Renditen für die Aktionäre führt. Ebenfalls verringert dies Verwirrung im Management, da es nur eine Person gibt, welche führt, entscheidet und kontrolliert (Finkelstein und D'aveni (1994), S. 1083). Somit impliziert die Stewardship Theory einen positiven Zusammenhang zwischen CEO Duality und der Performance und ist eine mögliche Erklärung für die Praxis der Vereinigung der Führung im Unternehmen in einer einzigen Person.

Statistische Evidenz für die Stewardship Theory konnten einige Studien feststellen. Donaldson und Davis (1991, S.

54) analysieren in ihrem vielbeachteten Paper den Effekt von CEO Duality auf die Aktionärsrendite von insgesamt 321 Unternehmen. Sie erhalten Resultate, die die Stewardship Theory unterstützen. Unternehmen mit CEO Duality haben einen höheren ROE als Unternehmen ohne CEO Duality, wobei diese Differenzen von 3.26% bzw. 2.38%<sup>8</sup> auf dem 5% Niveau statistisch signifikant sind (Donaldson und Davis (1991), S. 56). Brickley et al. (1997, S. 218) finden ebenfalls einen positiven Einfluss für Unternehmen mit CEO Duality und merken an, dass bisherige Studien zahlreiche Kosten, die bei der Trennung der Funktionen anfallen, nicht genügend berücksichtigt haben.

Auch aktuellere Studien finden ähnliche Resultate. Beispielsweise erhalten Dey et al. (2011, S. 29) negative Returns für Unternehmen, die die beiden Funktionen aufgrund von Investorendruck trennen. Elsayed (2007, S. 1210) analysiert den Effekt von CEO Duality für 92 ägyptische Unternehmen in den Jahren 2000 bis 2004 und erhält signifikant positive Koeffizienten für 6 von 19 Industrien<sup>9</sup>, nachdem für das Gesamtsample ein schwach positiver Koeffizient resultierte. Einen hilfreichen Überblick über weitere Studien mit positiven Koeffizienten für die CEO Duality-Performance-Beziehung liefert Boyd (1995, S. 303) in seiner ausführlichen Meta-Analyse.

Zusammengefasst gilt, dass die Stewardship Theory eine Organisationstruktur mit einer autoritären Person als CEO und Verwaltungsratspräsident begrüsst, um effektives und effizientes Management zu ermöglichen. Finkelstein und D'aveni (1994, S. 1080) sprechen dabei von einer sogenannten „unity of command at the top of the firm“.

#### *Zusammenführung der Theorien*

In den zwei vorhergehenden Kapiteln wurden die beiden unterschiedlichen Sichtweisen, Agency Theory und Stewardship Theory, vorgestellt, ihre wichtigsten Vertreter und Studien dargelegt und die Implikationen daraus auf die Frage der CEO Duality erarbeitet. Dieses Kapitel soll nun diese Theorien zusammenführen und den Literaturüberblick auf internationaler Ebene abrunden. Ebenfalls werden noch einige zusätzliche Gedanken zur CEO Duality Thematik diskutiert.

Neben den Studien, die signifikant positive oder negative Ergebnisse erhalten haben, gibt es zahlreiche Studien, die keine signifikanten Unterschiede ausmachen konnten. Chaganti et al. (1985, S. 413) untersuchen den Einfluss von CEO Duality auf das Scheitern von 21 Unternehmenspaaren aus der Retail-Branche. Sie finden keinen signifikanten Zusammenhang, während beispielsweise die Grösse des amerikanischen Board of Directors eine signifikante Rolle spielt. Rechner und Dalton (1989, S. 142) haben interessanterweise mit ihrem Sample von 141 amerikanischen Unternehmen im Zeitraum von 1978 bis 1983 ebenfalls keine statistisch signifikanten Unterschiede erhalten. Weiter finden auch Baliga et al. (1996, S. 51) keine signifikanten Unterschiede in der

<sup>8</sup>Die Differenzen in der Performance reduzieren sich von 3.26% auf 2.38%, wenn für Industrieeffekte kontrolliert wird.

<sup>9</sup>In einer Industrie resultierte ein signifikant negativer Koeffizient. Die restlichen 12 Industrien ergaben keine signifikanten Ergebnisse.

langfristigen Performance von Unternehmen mit oder ohne CEO Duality Struktur.

Larcker und Tayan (2016, S. 116) schlussfolgern, dass die Trennung von CEO und Verwaltungsratspräsident die Unternehmensleistung nicht automatisch und zwingend verbessert, da die empirische Evidenz sehr schwach ist. Dieses Problem der Inkonsistenz der Resultate begründet Boyd (1995, S. 304) mit der Tatsache, dass sowohl die Agency Theory als auch die Stewardship Theory extreme Sichtweisen darstellen. In seinem Modell versucht er, diese beiden Denkschulen zu integrieren und er erhält Resultate, die beide Sichtweisen unterstützen. In einem ersten Schritt kombiniert Boyd elf Studien zur CEO Duality-Performance Beziehung mit inkonsistenten Resultaten zu einer übergreifenden Meta-Analyse. Er führt zudem selbst eine Analyse mit 192 Unternehmen aus 12 Industrien durch und erhält für beide Analysen wie erwartet nicht signifikante Zusammenhänge. In einem zweiten Schritt untersucht er den Einfluss von CEO Duality unter bestimmten Bedingungen wie beispielsweise hohe Komplexität oder Ressourcenmangel (Boyd (1995), S. 309). Er findet heraus, dass sich CEO Duality sowohl positiv wie auch negativ unter gewissen Bedingungen für die Unternehmen auswirkt und somit beide Sichtweisen unterstützen kann (Boyd (1995), S. 309).

Finkelstein und D'aveni (1994, S. 1101) betonen in diesem Zusammenhang die Wichtigkeit, die Grenzen der Agency Theory zu beachten und andere Sichtweisen zuzulassen. Sie ergänzen, dass die beiden Theorien nicht im totalen Gegensatz zueinanderstehen müssen, sondern dass beide ihre Berechtigung in gewissen Situationen und unter gewissen Bedingungen haben (Finkelstein und D'aveni (1994), S. 1102). Ausserdem weisen Larcker und Tayan (2016, S. 115) darauf hin, dass amerikanische Firmen eine Trennung eher aus Gründen der Nachfolgeplanung durchführen. Unternehmen nutzen den zusätzlichen Titel des Verwaltungsratspräsidenten sehr häufig als Belohnung und Anerkennung für den CEO, sobald dieser eine gewisse Probezeit als „einfacher“ CEO erfolgreich bestanden hat (Brickley et al. (1997), S. 218).

Eine häufig diskutierte Massnahme für Unternehmen, die ihre CEO Duality nicht aufgeben können oder wollen, ist die Einberufung eines sogenannten Lead Director als starkes und unabhängiges Verwaltungsratsmitglied neben dem Präsidenten. Dieser Lead Director gilt gemäss Bainbridge (2012, S. 140) als Kompromiss zwischen den Vertretern und den Gegnern der CEO Duality Thematik, da die Unternehmen in den USA gemäss dem Dodd-Frank Act<sup>10</sup> lediglich die Gründe für eine Personalunion darlegen müssen. Ausserdem kritisiert Bainbridge (2012, S. 106) die Anfangs des Kapitels 2.2.2 zitierte Presidential Address von Michael Jensen, da die Überwachung des CEO eine Aufgabe des Gesamtverwaltungsrates sei und nicht nur des Präsidenten.

Abschliessend gilt es nochmals zu betonen, dass die bisherige internationale Literatur zur CEO Duality Thematik sehr ausführlich, aber höchst inkonsistent und umstritten ist. Im

folgenden Kapitel wird deshalb auf die spezifische Situation in der Schweiz eingegangen.

### 2.2.3. CEO Duality im schweizerischen Kontext

#### *Übersicht und bisherige Forschung*

Die Situation in der Schweiz ist sehr verschieden im Hinblick auf die Thematik der CEO Duality - verglichen beispielsweise mit den USA. Im Sample von Schmid und Zimmermann (2008, S. 183) haben nur knapp 20% der Unternehmen in der Schweiz eine Personalunion im Jahre 2002, während die restlichen 80% der Unternehmen die Funktionen des CEO und des Verwaltungsratspräsidenten trennen. Ruigrok et al. (2006, S. 1215) erhalten einen Wert von 31% für das Jahr 1999. Amstutz (2007, S. 164/281) untersucht die Unternehmen des Swiss Market Index für das Jahr 2005. Von den 26 Unternehmen haben sechs davon eine Personalunion, namentlich Ciba, Kudelski, Nestlé, Novartis, Roche und Synthes. Dies entspricht 23% der grössten Unternehmen der Schweiz.

In den letzten Jahren ist die Häufigkeit der CEO Duality Struktur in der Schweiz jedoch stark abnehmend. In einer kürzlich erschienenen Studie haben von den grössten 100 Unternehmen im Jahre 2016 (2009) gerade noch 2% (10%) eine Personalunion als Führungsstruktur, jedoch 14 Unternehmen, wenn alle Unternehmen des SPI betrachtet werden (Ethos Services (2016), S. 48 und S. 49). Dieser abnehmende Trend ist einerseits auf den Swiss Code als wirkungsvolle Richtlinie und andererseits auf den zunehmenden Druck der Öffentlichkeit, der Presse, der Aktionäre und Vereinigungen wie der Ethos Stiftung zurückzuführen. Unternehmen wie Novartis mit Daniel Vasella oder Nestlé mit Peter Brabeck änderten ihre Führungsstruktur mehr oder weniger freiwillig und trennten die Funktionen des Verwaltungsratspräsidenten und des CEO, nachdem die Rufe nach Good Corporate Governance immer lauter wurden.

Forschung zum Thema der CEO Duality wurde auch in der Schweiz durchgeführt, jedoch hauptsächlich vor der Finanzkrise. Von der Crone<sup>11</sup> (2001, S. 29) beschäftigt sich seit Jahren mit diesem Thema und ist der Meinung, dass eine funktionale Sichtweise die Frage nach der Personalunion oder der Trennung der beiden Funktionen besser beleuchtet als eine rein hierarchische Sichtweise. Er unterscheidet zwischen der Leitungsfunktion und der Qualitätssicherungsfunktion. Erstere soll der Geschäftsleitung übertragen werden, welcher die exekutiven Verwaltungsratsmitglieder angehören. Letztere ist die Aufgabe, die den restlichen Verwaltungsräten zusteht, also den nicht-exekutiven Mitgliedern des VR. von der Crone (2001, S. 29) kommt zum Schluss, dass die Frage nicht allgemein, sondern nur unter Beachtung der jeweiligen spezifischen Situation eines Unternehmens beantwortet werden kann. Grundsätzlich ist er jedoch der Meinung, dass eine Personalunion in gewissen Situationen überlegen ist und dass in solchen Situationen unbedingt ein verantwortlicher, nicht-exekutiver Verwaltungsrat eingesetzt

<sup>10</sup>Sektion 973 im Dodd-Frank Act.

<sup>11</sup>Professor für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich.

werden muss, welcher die Qualitätssicherungsfunktion übernehmen kann (von der Crone (2001), S. 29).

Ammann et al. (2005, S. 2, 7) von der Universität St. Gallen untersuchen den Zusammenhang von verschiedenen Eigenschaften des VR auf die Unternehmensperformance, gemessen als Überrendite gegenüber dem SPI. Ein Kriterium darunter ist das Doppelmandat im Unternehmen. Mittels einer multiplen Regression erhalten sie einen leicht positiven und auf dem 10% Niveau signifikanten Einfluss des Doppelmandats auf die Performance (Ammann et al. (2005, S. 3), S. 14). Sie betonen daher in ihrem Schlusswort, dass ein allgemeines Verbot der Personalunion für Unternehmen in der Schweiz aufgrund ihrer Ergebnisse nicht gerechtfertigt wäre.

Eine sehr ausführliche Studie über den Zusammenhang zwischen CEO Duality und der Unternehmensbewertung in der Schweiz liefern Schmid und Zimmermann (2008, S. 182) von den Universitäten St. Gallen und Basel. Sie untersuchen 152 Schweizer Unternehmen zwischen 1993 und 2002. Sie finden keine signifikanten Unterschiede in der Bewertung, gemessen mit der Kennzahl Tobin's Q, für Unternehmen mit oder ohne CEO Duality. Im Gegensatz zu den Ergebnissen von Ammann et al. (2005, S. 3) sind die Koeffizienten negativ, jedoch nicht signifikant (Schmid und Zimmermann (2008), S. 197). Auch Schmid und Zimmermann (2008, S. 202) schlussfolgern, dass ihre Resultate keine eindeutige regulatorische Handlung unterstützen. Ebenfalls erwähnen sie die Tatsache, dass ihr Sample noch nicht oder nur marginal am Ende durch den 2002 eingeführten Swiss Code beeinflusst wurde (Schmid und Zimmermann (2008), S. 190).

Amstutz<sup>12</sup> (2007, S. 282) widmet sich in seinem Buch „Macht und Ohnmacht des Aktionärs“ ausführlich der Frage der Organisation der Führung im Unternehmen. Da sich die Empirie sowohl international wie auch in der Schweiz uneinig ist, empfiehlt er stattdessen, anderweitige Überlegungen anzustellen (Amstutz (2007), S. 159). Die erhöhte Notwendigkeit eines umfassenden Risk-Managements, die hohe Belastung und Verantwortung für den VRP und den CEO sowie die veränderte Mentalität der Aktionäre sind seiner Meinung nach die Hauptargumente für eine Doppelspitze.

Einen völlig anderen Ansatz wählen Probst und Raisch (2005, S. 90) von der Universität Genf, die die 100 grössten Unternehmenskrisen der Jahre 2000 bis 2005 aus organisatorischer Sichtweise untersuchen. Sie finden heraus, dass extrem mächtige Manager sehr häufig in diesen Krisen vertreten waren und empfehlen daher, den Verwaltungsrat mit genügend unabhängigen Mitgliedern zu versehen, um das System der Checks and Balances jederzeit sicherzustellen (Probst und Raisch (2005), S. 102).

Nach dieser Übersicht über die bisherige Forschung in der Schweiz soll auf die verschiedenen Regulierungen und die diversen Richtlinien im schweizerischen Umfeld eingegangen werden.

#### *Regulierung und Richtlinien bezüglich CEO Duality*

#### *Obligationenrecht*

Das Obligationenrecht<sup>13</sup> gilt als die rechtliche Grundlage für die Aktiengesellschaften in der Schweiz. Relevant sind dabei vor allem die Artikel 620 bis 763 OR im 26. Titel der dritten Abteilung für die Handelsgesellschaften und die Genossenschaft. Bezüglich der Thematik CEO Duality macht das Obligationenrecht jedoch keinerlei Vorschriften, da mit dem Art. 716 OR lediglich die Möglichkeit der Delegierung der Geschäftsleitung geschaffen wurde.

#### *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*

Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance von der Economiesuisse wurde bereits im Kapitel 2.1.2 vorgestellt. In der ersten Version von 2002 befasste sich der Artikel 18 mit der Frage der Personalunion oder Doppelspitze. Dabei wurde im ersten Absatz die folgende neutrale Formulierung gewählt (Hofstetter (2002), S. 69):

„Der Verwaltungsrat legt fest, ob sein Vorsitz und die Spitze der Geschäftsleitung (Delegierter des Verwaltungsrats, Geschäftsleitungsvorsitzender oder „CEO“) einer Person (Personalunion) oder zwei Personen (Doppelspitze) anvertraut werden.“

Der zweite Absatz weist darauf hin, dass bei der Wahl der Personalunion gewisse Kontrollmechanismen umgesetzt werden müssen, beispielsweise die Ernennung von einem Lead Director (Hofstetter (2002), S. 69). Begründet wird die gewählte Formulierung gemäss Hofstetter (2002 S. 43) mit der Organisationsfreiheit der Unternehmen und der Tatsache, dass auch Vorteile einer Personalunion erkennbar sind.

Der revidierte Swiss Code enthält nun aber mit der Ziffer 19 eine Präferenz für die Doppelspitze. Der erste Absatz lautet folgendermassen (Economiesuisse (2014), S. 12):

„Der Verwaltungsrat wirkt darauf hin, dass sein Vorsitz und die Spitze der Geschäftsleitung zwei Personen anvertraut werden (Doppelspitze).“

Der zweite Absatz bleibt jedoch unverändert. Somit ist die Wahl der Organisationsform gemäss dem Swiss Code noch immer den Unternehmen überlassen, auch wenn die Empfehlung vonseiten Economiesuisse in Richtung Trennung zeigt.

#### *Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance*

Praktisch zeitgleich zum Swiss Code wurde 2002 die Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance von der Schweizer Börse SWX, heute SIX Swiss Exchange, veröffentlicht (SIX Swiss Exchange (2016)). Diese Richtlinie gilt für alle an der SIX Swiss Exchange kotierten Unternehmen und hat zum Ziel, die Transparenz betreffend Corporate Governance zu erhöhen. Dabei muss unter dem Gliederungspunkt 3.1 „Mitglieder des Verwaltungsrats“ jeweils angegeben werden, ob das Mitglied exekutiv tätig ist oder nicht (SIX Swiss Exchange (2016), S. 4). Weiter muss unter Punkt

<sup>12</sup>Langjähriger CEO und Verwaltungsratspräsident von Unternehmen wie Holcim, Alusuisse-Lonza, Von Roll Holding und SGS.

<sup>13</sup> Insbesondere die darin enthaltenen Abteilungen zum Gesellschaftsrecht.



3.6 die Kompetenzregelung zwischen dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung beschrieben werden. Weitergehende Anordnungen oder Empfehlungen bezüglich CEO Duality macht die Richtlinie jedoch keine.

#### *Bankengesetz*

Die einzige konkrete Regelung in der Schweiz betreffend CEO Duality macht das Bankengesetz. Art. 3 Abs. 2a BankG fordert für die Erlangung der Bankenbewilligung seit 1991 eine getrennte Struktur für die Organe der Geschäftsführung und des Verwaltungsrats, welcher die Oberleitung und die Aufsicht innehat. Somit ist eine Personalunion in der Schweiz einzig bei Banken gesetzlich nicht möglich. [Amstutz \(2007, S. 158\)](#) merkt an, dass bei Banken das möglicherweise höhere Risiko einer Personalunion also anerkannt wird.

### 2.3. Zwischenfazit und Hypothesendefinition

#### 2.3.1. Zwischenfazit

In diesem Kapitel sollen die bisherigen Erkenntnisse zur CEO Duality im internationalen sowie schweizerischen Umfeld zusammengeführt und ein Zwischenfazit gezogen werden. Dann werden zwei gegensätzliche Hypothesen basierend auf den beiden vorgestellten Denkschulen, Agency Theory und Stewardship Theory, definiert. Anschliessend werden diese Hypothesen im dritten Kapitel getestet und die Ergebnisse der Analysen werden im Kontext der bisherigen Forschung besprochen.

Ähnlich wie bei den zahlreichen internationalen Studien können auch die wenigen Studien mit Unternehmen aus der Schweiz keine einheitliche und abschliessende Antwort geben, ob sich CEO Duality positiv oder negativ auf die Bewertung von Unternehmen auswirkt. Die Frage, ob die Aktionäre solche Strukturen auf der obersten Führungsebene der Unternehmen akzeptieren, bleibt also relativ offen. [Schmid und Zimmermann \(2008\)](#) und [Ammann et al. \(2005, S. 3\)](#) erhalten zwar teilweise signifikante Resultate, jedoch erstere mit negativen und letztere mit positiven Vorzeichen. Solche Inkonsistenzen in den Ergebnissen führen dazu, dass die Leistungsträger in der Wirtschaft und Politik die möglichen Auswirkungen von Unternehmensentscheidungen und neuen Regulierungen und Gesetzen nur sehr schwer einschätzen können.

Mit der vorliegenden Arbeit wird mit einer im Gegensatz zu anderen Studien längeren und vor allem aktuellen Zeitperiode versucht, die Auswirkungen von CEO Duality auf die Bewertung von Unternehmen in der Schweiz zu analysieren. Dabei wird untersucht, inwiefern sich die Bewertungen der Unternehmen durch die Aktionäre unterscheiden. Somit lässt sich ermitteln, ob die Aktionäre solche Praktiken gutheissen und das Unternehmen höher bewertet ist oder ob sie die Unternehmen über einen tieferen Unternehmenswert abstrafen. Dazu werden nun im folgenden Kapitel zwei Hypothesen aufgestellt.

#### 2.3.2. Hypothesendefinition

##### *Hypothese 1: Agency Theory*

Die Vertreter der Agency Theory sind kritisch gegenüber der CEO Duality eingestellt, da eine solche Struktur eine effektive Überwachung des Managements durch den Verwaltungsrat verhindert. Somit erwartet diese Denkschule einen negativen Zusammenhang zwischen dem Vorliegen von CEO Duality und der Unternehmensbewertung. Dies bedeutet, dass die Aktionäre eine Personalunion an der Spitze des Unternehmens nicht begrüssen und das Unternehmen somit tiefer bewertet ist am Kapitalmarkt. Wenn ein Unternehmen also von einer Doppelspitze zu einer Personalunion wechselt, dann sollte dies die Bewertung verringern. Die erste Hypothese lautet folgendermassen:

H1: CEO Duality hat einen negativen Einfluss auf die Bewertung von Schweizer Unternehmen.

##### *Hypothese 2: Stewardship Theory*

Die zweite Denkschule, die Stewardship Theory, hat eine gegensätzliche Auffassung bezüglich der Thematik CEO Duality als die Agency Theory. Ihre Vertreter fokussieren sich auf die Vorteile einer starken Führung im Unternehmen mit einer einzigen Person als CEO und Verwaltungsratspräsidenten gleichzeitig. Somit erwartet diese Denkschule einen positiven Zusammenhang zwischen dem Vorliegen von CEO Duality und der Unternehmensbewertung. Die Aktionäre begrüssen in diesem Fall eine Personalunion an der Spitze des Unternehmens und dies führt zu einer höheren Bewertung am Kapitalmarkt. Wenn ein Unternehmen also von einer Doppelspitze zu einer Personalunion wechselt, dann sollte sich der Unternehmenswert aufgrund des positiven Effekts erhöhen. Die zweite Hypothese lautet folgendermassen:

H2: CEO Duality hat einen positiven Einfluss auf die Bewertung von Schweizer Unternehmen.

### 3. Empirie

#### 3.1. Variablen und Datensatz

##### 3.1.1. Definition der Variablen

In der vorliegenden Arbeit wird der Einfluss von CEO Duality auf die Bewertung von Unternehmen in der Schweiz untersucht. Die unabhängige Variable von Interesse, der Regressor im Regressionsmodell, ist somit die Variable CEO Duality, im Modell CEO2 genannt. CEO2 ist als eine binäre Variable, also eine sogenannte Dummyvariable, mit den Ausprägungen 1 und 0 codiert. Wenn für ein bestimmtes Unternehmen  $i$  im Jahr  $t$  die gleiche Person als Chief Executive Officer und als Verwaltungsratspräsident im Amt ist, dann nimmt die CEO Duality Variable CEO2 $_{it}$  den Wert 1 an, ansonsten 0. Diese Codierung ist in der Forschung bezüglich CEO Duality weit verbreitet (vgl. [Schmid und Zimmermann \(2008\)](#); [Ammann et al. \(2005, S. 3\)](#); [Rechner und Dalton \(1991\)](#); [Boyd \(1995\)](#); [Finkelstein und D'aveni \(1994\)](#)). Konstellationen, wo ein Verwaltungsratspräsident beispielsweise auf ad interim Basis den CEO-Posten übernimmt, werden in dieser Arbeit für das betreffende Jahr als CEO2 = 1 codiert, sobald er für mindestens 9 Monate eines Jahres ( $\geq 75\%$ )



beide Posten innehat. Eine kürzere Dauer der Personalunion wird entsprechend als  $CEO2 = 0$  codiert.

Die abhängige Variable, der Regressand im Regressionsmodell, ist in dieser Analyse eine Kennzahl für die Unternehmensbewertung. Hierzu wird die betriebswirtschaftliche Grösse Tobin's Quotient, kurz Tobin's Q, verwendet. Tobin's Q ist definiert als Quotient aus Marktwert und Wiederbeschaffungskosten eines Unternehmens (Chung und Pruitt (1994), S. 70). Aufgrund der komplizierten Berechnung schlagen Chung und Pruitt (1994, S. 70) eine Approximation von Tobin's Q vor, die mit grundlegenden Angaben aus den Finanzberichten der Unternehmen berechnet werden kann. Dabei berechnet sich Tobin's Q als Quotient aus der Marktkapitalisierung, den totalen Schulden (Fremdkapital) und dem Wert der ausstehenden Vorzugsaktien zum Buchwert aller Aktiven (Chung und Pruitt (1994), S. 71). Die gleiche Approximation nutzen auch Schmid und Zimmermann (2008, S. 187). Die Interpretation von Tobin's Q basiert auf der Annahme, dass die beiden Werte Marktwert und Wiederbeschaffungswert langfristig den gleichen Wert annehmen sollten und das Unternehmen ansonsten entweder über- oder unterbewertet ist (Bloomberg (2017)). Bloomberg (2017) bezeichnet Tobin's Q als eine nützliche Kennzahl für die Unternehmensbewertung und berechnet ihn ebenfalls mittels der genannten Approximation. Obwohl Ammann et al. (2005, S. 11) eine Performancegrösse und nicht eine klassische Bewertungsgrösse in ihrer Studie verwenden, thematisieren sie die Kennzahl Tobin's Q. Sie erklären, dass der Tobin's Q neben der Verwendung als Kennzahl für die Unternehmensbewertung oft auch als Mass für die Performance gewählt wird, da er die Wertsteigerung misst, die beispielsweise durch eine gute Unternehmensführung resultiert.

Neben der unabhängigen Variable CEO2 und der abhängigen Variable TOBQ werden weitere Kennzahlen als Kontrollvariablen in das Modell eingegliedert. Diese Kontrollvariablen kontrollieren den Einfluss weiterer Faktoren wie beispielsweise der Grösse oder der Profitabilität eines Unternehmens auf die Bewertung. Sie werden dabei als weitere Regressoren in das multivariate Regressionsmodell eingefügt und erlauben somit, den reinen Einfluss von CEO Duality auf die Unternehmensbewertung zu messen, während die restlichen Kontrollvariablen konstant gehalten werden (Stock und Watson (2003), S. 179).

Die erste Kontrollvariable Leverage beschreibt das Finanzierungsverhältnis eines Unternehmens, oft auch als Verschuldungsgrad oder Kapitalstruktur bezeichnet. Volkart und Wagner (2014, S. 162) definieren das Finanzierungsverhältnis als Verhältnis aus Fremdkapital zum Eigenkapital. Dieses Verhältnis, der Leverage-Faktor, ist insofern relevant, da die Höhe des Fremdkapitals einen Einfluss auf die Höhe der Eigenkapitalrentabilität (Return on Equity, ROE) hat: Je höher der Leverage-Faktor, desto höher ist der ROE, solange die Gesamtkapitalrendite grösser als der Fremdkapitalkostensatz ist (Volkart und Wagner (2014), S. 609).

Die Kontrollvariable ROA bezeichnet die Profitabilitätskennzahl Return on Assets. Diese Kennzahl gibt an, wie profitabel und effizient ein Unternehmen in Prozent der Ge-

samtaktiven wirtschaftet und seine Mittel einsetzt (Bloomberg (2017)). Bloomberg (2017) berechnet diesen Indikator als Verhältnis aus Netto-Ergebnis und Gesamtaktiven, also der gesamten Bilanzsumme. Diese Kennzahl wird sehr häufig als Kontrollvariable für die kurzfristige Performance eines Unternehmens gebraucht (Finkelstein und D'aveni (1994), S. 1091).

Die Kontrollvariable LogSize soll für die Grösse des Unternehmens kontrollieren. Als Kennzahl wird die Bilanzsumme verwendet, die Bloomberg (2017) als Summe aller kurzfristigen und langfristigen Aktiven definiert und die jeweils in Millionen im jährlichen Finanzteil des Geschäftsberichts angegeben wird. Der natürliche Logarithmus davon ergibt die Kontrollvariable LogSize in einer zu anderen Kontrollvariablen vergleichbaren Grössenordnung. Die Kontrollvariable LogSales wird ebenfalls häufig als Kontrolle für die Unternehmensgrösse ausgewählt (Baliga et al. (1996), S. 49). Bloomberg (2017) berechnet den jährlichen Umsatz in Millionen als Summe der vier Quartalszahlen, Halbjahreszahlen oder Jahreszahlen aus der Erfolgsrechnung. Auch diese Grösse wird mit dem natürlichen Logarithmus transformiert. Eine weitere gebräuchliche Kennzahl für die Unternehmensgrösse wäre die Mitarbeiteranzahl, die jedoch meist hoch korreliert ist mit den Variablen Umsatz und Gesamtaktiven (Finkelstein und D'aveni (1994), S. 1092).

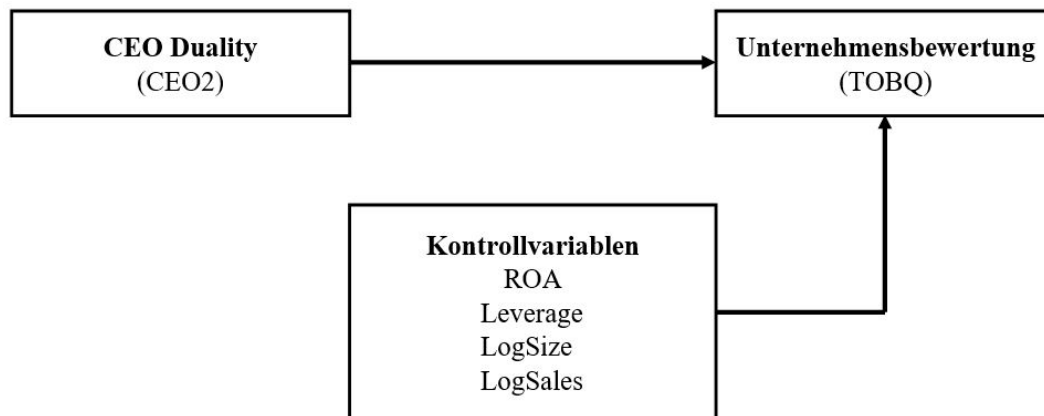
Zusammengefasst besteht das grundlegende Modell der vorliegenden Arbeit aus den sechs Variablen, die in Abbildung 2 in einer Übersicht dargestellt sind. Zudem sind alle Variablen im Anhang 1 beschrieben und definiert.

### 3.1.2. Sample und Datensatz

Als Ausgangslage für das Sample von Schweizer Unternehmen galt die Zusammensetzung des Swiss Performance Index per Ende Januar 2017. Zu diesem Zeitpunkt bestand der breit gefasste SPI aus 205 Unternehmen. Die anschliessend eigenständige Erhebung der Daten zur CEO Duality über den Zeitraum von 2000 bis 2015 erfolgte anhand der öffentlichen Geschäftsberichte sowie Pressemitteilungen. Das Sample wurde infolge fehlender Daten, erst im Jahre 2016 stattfindender Börsengänge sowie zweifacher Indexberücksichtigung um elf Unternehmen verringert, wodurch letztendlich 194 Unternehmen im Sample verbleiben, die gesamthaft betrachtet wurden<sup>14</sup>.

Die 194 Unternehmen würden über den Zeitraum von 16 Jahren 3104 einzelne Beobachtungen ergeben. Da sich die Zusammensetzung des SPI jedoch ständig ändert, weil Unternehmen aus dem SPI ausscheiden oder neu dazukommen, verringert sich die Anzahl effektiver Unternehmen pro Jahr im Sample. Dies führt dazu, dass die 194 Unternehmen mit

<sup>14</sup>Die folgenden elf Unternehmen wurden nicht berücksichtigt (Grund in Klammern): Accu (fehlende Daten), Private Equity (Outsourcing-Management), Molecular Partners (fehlende Daten), Investis (IPO 2016), Kuros Biosciences (IPO 2016 nach Fusion), Lindt & Sprüngli (doppelte Nennung mit Partizipationsschein), Schindler (doppelte Nennung), Swissmetal (in Liquidation), Swatch Group (doppelte Nennung), VAT Group (IPO 2016), WISEKey International Holding (IPO 2016).



**Abbildung 2:** Übersicht der Modellvariablen

teils sehr unterschiedlichen Zeiträumen im Sample vertreten sind. Eine detaillierte Auflistung mit den betrachteten Unternehmen und ihrer jeweiligen Beobachtungsdauer ist der R im Anhang 2 zu entnehmen.

Die Abbildung 3 auf der folgenden Seite zeigt die Anzahl pro Jahr effektiv berücksichtigten Unternehmen. Diese Zahl reicht von 132 betrachteten Unternehmen im Jahr 2000 bis zu 193 Unternehmen im Jahr 2015. Über alle Jahre resultiert ein Mittelwert von 163 Unternehmen im Sample. Gesamthaft enthält das Sample über die 16 Jahre somit 2615 einzelne Beobachtungen. Die benötigten Daten für Tobin's Q und die Kontrollvariablen stammen aus Bloomberg. Die unabhängige Variable CEO2 konnte für alle Beobachtungszeitpunkte komplett eruiert und gesammelt werden.

Aufgrund der Struktur der Daten mit 194 Unternehmen als Untersuchungseinheiten und 16 Jahren als Zeiteinheiten handelt es sich um einen sogenannten Paneldatensatz. Dieser ist im „long format“ strukturiert und beinhaltet somit pro Zeile eine Unternehmensmessung für ein bestimmtes Jahr (GiesseImann und Windzio (2012), S. 18). Da es ausserdem nicht für jedes Unternehmen die kompletten 16 Jahresbeobachtungen gibt, liegt ein unbalanciertes Panel vor (GiesseImann und Windzio (2012), S. 26).

### 3.2. Methodik und Resultate

#### 3.2.1. Deskriptive Statistik

##### *CEO Duality*

Für die unabhängige Variable von Interesse, die binäre Variable für CEO Duality, konnten für die 194 Unternehmen über 16 Jahre insgesamt 2615 Beobachtungen gesammelt werden. In 332 Beobachtungen davon liegt CEO Duality vor. Dies entspricht einem Gesamtanteil von 12.7% für alle Unternehmensbeobachtungen der Jahre 2000 bis 2015. In den restlichen 87.3% der Beobachtungen sind somit die Funktionen CEO und Verwaltungsratspräsident personell getrennt. Die Grössenordnung dieser Werte ist für den Zeitraum nach der Einführung des Swiss Codes in der Schweiz realistisch. Schmid und Zimmermann (2008, S. 60) nennen für die vorangehende Zeitperiode von 1993 bis 2002 Werte für CEO

Duality zwischen knapp 20% bis 25%. In Abbildung 4 ist die prozentuale Entwicklung der CEO Duality in der Schweiz zwischen 2000 und 2015 mit den vorliegenden Daten dargestellt:

Klar ersichtlich wird der abnehmende Trend von CEO Duality in der Schweiz. Während im Jahre 2000 noch 19.7% aller betrachteten Unternehmen eine Personalunion an der Spitze hatten, sind es 2015 gerade noch 8.29%. Der Trend ist in erster Linie auf verschärfte Vorschriften und Regulierungen (Swiss Code), sich für Aktionärsrechte einsetzende Gruppen wie die Ethos Stiftung und den stärkeren Druck zu einer Good Corporate Governance seit der Jahrtausendwende zurückzuführen. Eine interessante kurzfristige Erhöhung zeigt sich in den Jahren 2009 und 2010 während und nach der globalen Finanzkrise.

##### *Modellvariablen*

Für die abhängige Variable Tobin's Q und die Kontrollvariablen resultieren aufgrund fehlender Daten zwischen 2593 und 2614 Beobachtungen für die 194 Unternehmen. Die Tabelle 1 fasst die deskriptive Statistik der Modellvariablen zusammen:

Aufgrund der sehr unterschiedlichen Unternehmen im SPI resultieren bei den Modellvariablen grosse Differenzen. Der Mittelwert für Tobin's Q, die Kennzahl der Unternehmensbewertung, liegt bei 1.6314, während die einzelnen Werte zwischen 0.4578 und 18.5955 stark schwanken. Ebenfalls sehr beachtliche Unterschiede, erkenntlich an der hohen Standardabweichung, zeigen sich beim Return on Assets mit einem Mittelwert von knapp 3% und beim Leverage, dem Verhältnis von Fremdkapital zum Eigenkapital, mit einem Mittelwert von 4.07.

Um negative logarithmierte Werte für Unternehmen mit Umsätzen (Sales) von weniger als einer Million CHF zu vermeiden, wurden bei LogSales die Umsätze in Tausenden anstatt in Millionen gemessen. Size hingegen stellt die gesamten Aktiven dar, die in Millionen gemessen werden. Dadurch entstehen die Differenzen zwischen LogSize und LogSales. Jedoch bestehen sowohl innerhalb LogSales als auch LogSize erhebliche Grössendifferenzen zwischen den Unternehmen.

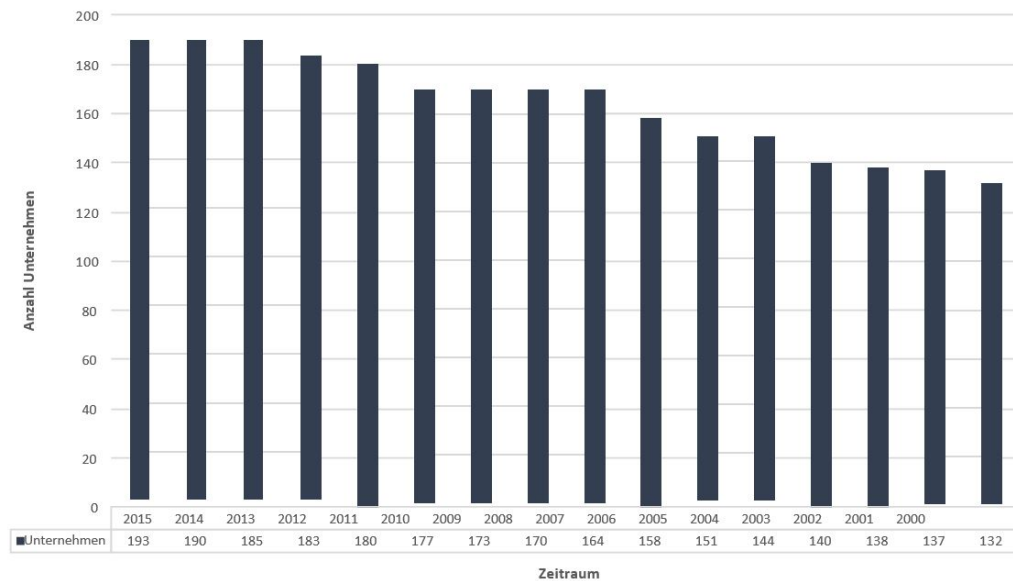


Abbildung 3: Anzahl Unternehmen pro Jahr im Sample

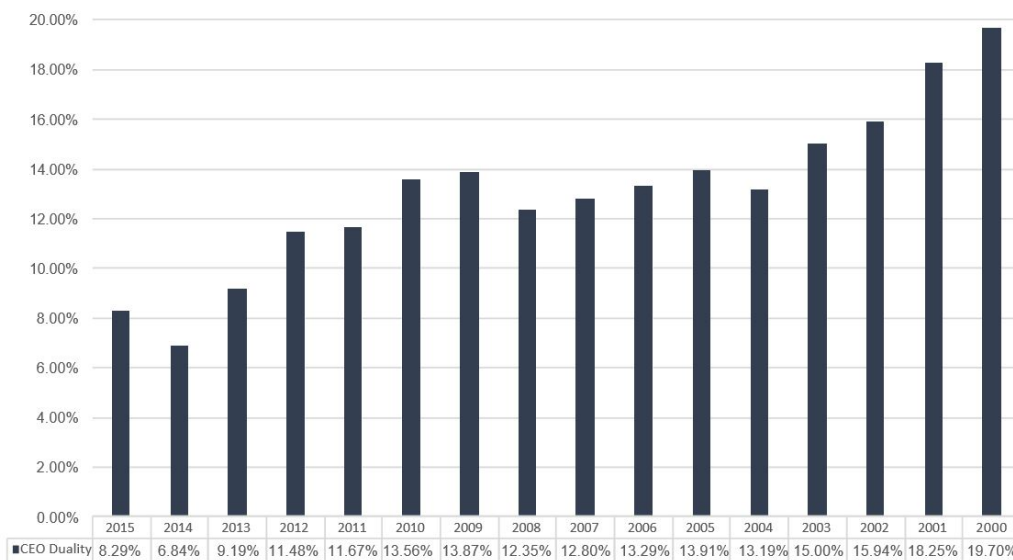


Abbildung 4: CEO Duality in der Schweiz zwischen 2000 und 2015

Tabelle 1: Deskriptive Statistik der Modellvariablen

|           | # Beob. | MW     | SA      | MIN        | MAX       |
|-----------|---------|--------|---------|------------|-----------|
| Tobin's Q | 2605    | 16.314 | 12.222  | 0.4578     | 185.955   |
| ROA       | 2606    | 29.718 | 116.484 | -1.220.569 | 1.121.824 |
| Leverage  | 2602    | 40.697 | 78.643  | 0.0123     | 2.081.923 |
| LogSales  | 2593    | 57.341 | 0.9009  | 0.4771     | 81.475    |
| LogSize   | 2614    | 31.142 | 0.9680  | 0.1300     | 63.796    |
| CEO2      | 2615    | 0.1270 | 0.3330  | 0          | 1         |

Beispielsweise hatte die UBS 2006 eine Bilanzsumme von 2.3965 Billionen CHF (UBS (2007), S. 66). Ihr gegenüber stehen sehr kleine Unternehmen mit Bilanzsummen von wenigen Millionen CHF.

Die Tabelle 2 zeigt die Korrelationen zwischen den einzelnen Modellvariablen. Eine sehr hohe positive Korrelation zeigt sich wie erwartet zwischen LogSales und LogSize. Aus diesem Grund werden diese Kontrollvariablen in den Re-

**Tabelle 2:** Korrelationstabelle der Modellvariablen

|          | TOBQ    | ROA     | Leverage | LogSales | LogSize | CEO2   |
|----------|---------|---------|----------|----------|---------|--------|
| TOBQ     | 1.0000  |         |          |          |         |        |
| ROA      | 0.1054  | 1.0000  |          |          |         |        |
| Leverage | -0.1349 | -0.1782 | 1.0000   |          |         |        |
| LogSales | -0.0607 | 0.3233  | 0.1291   | 1.0000   |         |        |
| LogSize  | -0.1923 | 0.1602  | 0.4474   | 0.7824   | 1.0000  |        |
| CEO2     | 0.0255  | -0.0242 | -0.0797  | 0.0052   | -0.0702 | 1.0000 |

gressionsanalysen besonders beachtet und auch einzeln verwendet. Erfreulich sind die sehr tiefen Korrelationswerte der unabhängigen Variable CEO2 mit den Kontrollvariablen. Es ergeben sich leicht positive oder negative Werte, jedoch alle sehr nahe um 0. Einen relativ schwach positiven Zusammenhang ergibt sich zwischen der Performancegrösse ROA und der Bewertungsgrösse Tobin's Q. Zwischen Tobin's Q und den restlichen drei Kontrollvariablen, Leverage, LogSales und LogSize, zeigen sich negative Zusammenhänge.

#### *Zusammenhang CEO Duality und Tobin's Q*

Um einen ersten Eindruck über den Zusammenhang zwischen der Variable CEO Duality und der Unternehmensbewertungskennzahl Tobin's Q zu erhalten, werden die Datenpunkte in einem Streudiagramm dargestellt. Da es sich bei CEO Duality um eine Dummyvariable mit den Ausprägungen 0 und 1 handelt, ergibt sich die in Abbildung 5 dargestellte Form.

Die durch die Datenpunkte gezogene, rote Gerade hat einen leicht positiven Verlauf. Diese Steigung zeigt sich auch in der Korrelationstabelle mit dem Wert 0.0255. Diese leicht positive Steigung würde bedeuten, dass ein Unternehmen mit einer Personalunion (CEO2 = 1) eine leicht höhere Unternehmensbewertung aufweist. Es zeigt sich jedoch, dass dieser Korrelationswert mit einem P-Wert von 0.1938 statistisch insignifikant ist. Um den Einfluss von CEO Duality auf die Unternehmensbewertung analysieren zu können, wird im folgenden Kapitel die induktive Statistik behandelt und deren Methodik und Resultate vorgestellt.

### 3.2.2. Induktive Statistik

#### *Methodik: Analyse von Paneldaten*

Werden mehrere Untersuchungseinheiten über mehr als zwei Untersuchungszeitpunkte analysiert, dann liegt ein sogenannter Paneldatensatz vor (Stock und Watson (2003), S. 11). Der Index  $i$  bezeichnet dabei jeweils die Untersuchungseinheit, in diesem Fall das einzelne Unternehmen. Der Index  $t$  zeigt den Untersuchungszeitpunkt an. Wie bereits in Kapitel 3.1.2 erwähnt, handelt es sich im vorliegenden Sample um ein unbalanciertes Panel, da die Anzahl Beobachtungen kleiner als  $t \times i$  ist. Weiter ist das Sample so aufgestellt, dass es eine „large  $i$ , small  $t$ “-Struktur hat, also viele Unternehmen zu einer kleineren Anzahl an Untersuchungszeitpunkten beobachtet werden (Giesselmann und Windzio (2012), S. 11).

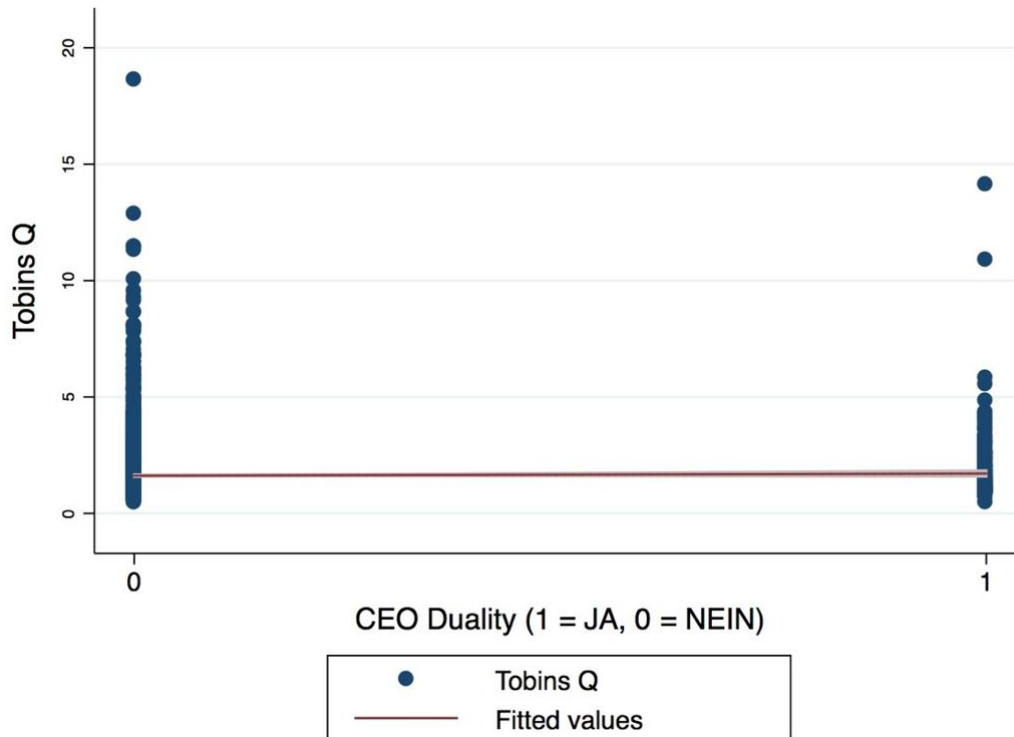
Die Analyse von Paneldaten hat den grossen Vorteil, dass für Merkmale, die unbeobachtet und unternehmens-

spezifisch sind, kontrolliert werden kann (Giesselmann und Windzio (2012), S. 10). Beispielsweise können dies Unterschiede in der Geschäftstätigkeit der Unternehmen oder auch kulturelle Faktoren sein. Somit kann für diese individuelle Heterogenität mit relativ einfachen Methoden kontrolliert werden (Torres-Reyna (2007)). Wichtig zu betonen ist die Tatsache, dass es sich dabei um eine Längsschnittfragestellung handelt. Dies bedeutet, dass die Auswirkung einer Veränderung auf Unternehmensebene relevant ist (Giesselmann und Windzio (2012), S. 33). Die Veränderung der Variable CEO Duality stellt einen solchen intraindividuellen Effekt dar. So lässt sich der tatsächliche Effekt einer Veränderung in der Führungsstruktur eines Unternehmens auf die Unternehmensbewertung zurückführen.

Die beiden am häufigsten verwendeten Modelle zur Analyse von Paneldaten sind das Fixed-Effects-Modell und das Random-Effects-Modell (Wooldridge (2010), S. 286). Das FE-Verfahren subtrahiert von jedem Merkmal den Mittelwert und eliminiert so Niveauunterschiede (Giesselmann und Windzio (2012), S. 39). Gemäss Torres-Reyna (2007) wird das Verfahren vor allem angewendet, wenn der Effekt von einer zeitvarianten Variable gemessen werden soll. Die Annahme dahinter ist, dass der Fehlerterm mit den unabhängigen Variablen korreliert und somit den Einfluss auf die abhängige Variable verzerrt oder beeinflusst wird (Wooldridge (2010), S. 286). Das Random-Effects-Modell basiert auf der Prämisse, dass es einen besseren Schätzer für den Effekt gibt, als das FE-Verfahren vorschlägt (Giesselmann und Windzio (2012), S. 80). Es liegt der Annahme zugrunde, dass der Fehlerterm nicht mit den unabhängigen Variablen korreliert und die Variation somit zufällig ist (Wooldridge (2010), S. 286). Während das FE-Verfahren oder eine Variation davon meistens bei Längsschnittfragestellungen angewendet wird, wird das RE-Verfahren häufig bei Querschnittsfragestellungen angewendet (Giesselmann und Windzio (2012), S. 108).

Da es sich in der vorliegenden Fragestellung um eine Längsschnittfragestellung handelt und der Effekt einer zeitvarianten Variable gemessen werden soll, muss mit grosser Wahrscheinlichkeit ein Fixed-Effects-Verfahren angewendet werden. Zur Überprüfung, ob FE oder RE angewendet werden muss, kann der Hausman-Test durchgeführt werden (Giesselmann und Windzio (2012), S. 109). Der Test überprüft, ob die Fehlerterme mit den Regressoren korreliert sind und gibt für die Alternativhypothese somit das Fixed-Effects-Modell als geeignete Wahl an, da in diesem Fall eine





**Abbildung 5:** Streudiagramm CEO Duality & Tobin's Q

Korrelation vorliegt (Wooldridge (2010), S. 328). Der durchgeführte Test ist im Anhang 3 in Tabelle 6 zu finden. Der hoch signifikante P-Wert führt dazu, dass die Nullhypothese verworfen werden kann und somit ein FE-Modell angewendet werden soll. Ein weiterer Test auf Zeiteffekte<sup>15</sup> (Anhang 4, Tabelle 7) sollte durchgeführt werden, wenn ein FE-Modell verwendet wird. Er zeigt an, dass im vorliegenden Fall für Zeiteffekte kontrolliert werden muss. Somit wird für unbeobachtete Effekte der Unternehmen kontrolliert, die über die Zeitperioden variieren können (Stock und Watson (2003), S. 370).

Die beiden Tests führen dazu, dass in der vorliegenden Arbeit ein sogenanntes „time and entity fixed effects model“ aufgestellt werden muss. Dieses Modell kann erstellt werden, indem binäre Variablen für  $i - 1$  Unternehmen und  $t - 1$  Jahre in das Modell integriert werden (Stock und Watson (2003), S. 370; Torres-Reyna (2007)). Das resultierende Modell (genauer spezifiziert in Anhang 5) lautet folgendermassen:

$$\begin{aligned} Tobins\ Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CEO2_{i,t} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \\ & \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 LogSales_{i,t} + \beta_5 LogSize_{i,t} + \gamma_2 E_2 + \\ & \dots + \gamma_n E_n + \delta_2 T_2 + \dots + \delta_n T_n + u_{i,t} \end{aligned}$$

#### Einfaches Regressionsmodell

Nachdem im Kapitel 3.2.1.3 der Zusammenhang zwischen

CEO Duality und Tobin's Q grafisch aufgezeigt wurde, wird nun im ersten Schritt der induktiven Analyse eine einfache Regressionsanalyse mit dem vorliegenden Sample durchgeführt. Das Regressionsmodell in diesem Kapitel besteht nur aus der abhängigen Variable TOBQ und der unabhängigen Variable von Interesse CEO2. Damit soll ein erster Eindruck für die Richtung des Vorzeichens des Koeffizienten gewonnen werden. Es werden insgesamt drei Modelle aufgestellt. Der Fokus liegt auf dem Fixed-Effects-Modell mit der Kontrolle für Zeiteffekte (Modell 2). Die Resultate des einfachen Regressionsmodells sind in Tabelle 3 dargestellt. Bei den Werten in den Klammern handelt es sich um den jeweiligen Standardfehler des Schätzers.

Alle Vorzeichen der drei Modelle, (1) Fixed-Effects ohne Zeiteffekte, (2) FE mit Zeiteffekten und (3) Random-Effects, sind sowohl mit normalen wie auch mit robusten Standardfehlern negativ. Wird beim FE-Modell für Zeiteffekte kontrolliert, dann wird sowohl der Koeffizient wie auch der Standardfehler betragsmässig etwas kleiner. Auch das dritte Modell mit RE liefert sehr ähnliche Resultate wie das FE-Modell. Die Koeffizienten mit normalem Standardfehler sind statistisch signifikant auf dem 5% und 10% Signifikanzniveau. Falls jedoch robuste Standardfehler verwendet werden, die die Unternehmenscluster im Sample beachten und für Heteroskedastizität kontrollieren, sind die Koeffizienten statistisch nicht mehr signifikant. In den nachfolgenden Analysen werden ausschliesslich robuste Standardfehler verwendet. Dies ist relevant, da somit berücksichtigt werden kann, dass jedes Unternehmen mehrere Messungen zu unterschied-

<sup>15</sup>Die Nullhypothese in diesem Test ist die Joint-Hypothese, dass die Zeitdummies für alle Untersuchungsjahre 0 ergeben. Falls die Nullhypothese verworfen werden kann, muss für Zeiteffekte kontrolliert werden (Torres-Reyna (2007)).

**Tabelle 3:** Einfaches Regressionsmodell

Anmerkung: Diese Tabelle zeigt die Schätzungen verschiedener Regressionen von Tobin's Q auf CEO Duality. Der Modelltyp ist entweder Fixed-Effects (FE) oder Random-Effects (RE). Jahr-Dummies werden zur Kontrolle von Endogenität hinsichtlich der Zeit in das Modell integriert. Der Wert in Klammern stellt den normalen (I) oder robusten (II) Standardfehler (SF) dar. \*\*\*, \*\* und \* beschreiben die Signifikanz der Schätzer auf dem 1, 5 oder 10 Prozentniveau.

|                         | Tobin's Q             |                      |                       |
|-------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
|                         | (1)                   | (2)                  | (3)                   |
| (I) CEO2 (normaler SF)  | -0.2023**<br>(0.0868) | -0.1551*<br>(0.0852) | -0.1623**<br>(0.0821) |
| (II) CEO2 (robuster SF) | -0.2023<br>(0.1559)   | -0.1551<br>(0.1540)  | -0.1623<br>(0.1352)   |
| Modelltyp               | FE                    | FE                   | RE                    |
| Jahr-Dummies            | NEIN                  | JA                   | NEIN                  |
| N                       | 2605                  | 2605                 | 2605                  |
| R <sup>2</sup>          | 0.001                 | 0.0256               | 0.0006                |
| Rho                     | 0.5558                | 0.5724               | 0.5312                |

lichen Beobachtungszeitpunkten besitzt (Giesselmann und Windzio (2012), S. 77). Wie in der Tabelle 3 erkennbar ist, erhöhen sich dadurch lediglich die Standardfehler, während die Koeffizienten identisch bleiben. Das sehr tiefe R<sup>2</sup> bei allen Modellen widerspiegelt die schwache Aussagekraft des einfachen Regressionsmodells, da sehr viele weitere Faktoren die Bewertung eines Unternehmens beeinflussen.

Wie können aber die negativen Koeffizienten interpretiert werden? Das negative Vorzeichen vor CEO2 bedeutet, dass Unternehmen mit einer CEO Duality Struktur eine um den Koeffizienten tiefere Bewertung haben als die Unternehmen mit einer getrennten Unternehmensspitze. Beim Modell (2) beispielsweise hat ein Unternehmen mit CEO Duality einen um 0.1551 tieferen Unternehmenswert, gemessen am Tobin's Q, als ein Unternehmen ohne CEO Duality. Dieser negative Zusammenhang ergibt eine schwache Zustimmung für die erste Hypothese und somit für die Agency Theory.

#### Multipler Regressionsmodell

In diesem zweiten Schritt wird eine multiple Regression von Tobin's Q auf die unabhängige Variable CEO Duality durchgeführt. Dabei werden die in Kapitel 3.1.1 beschriebenen Kontrollvariablen in das Modell integriert, um für spezifische Eigenschaften und Merkmale der Unternehmen kontrollieren zu können. Ebenfalls werden wieder verschiedene Modelle aufgestellt. Die Resultate der multiplen Regressionsanalyse sind in Tabelle 4 dargestellt. Zu beachten ist, dass bei allen fünf Modellen robuste Standardfehler verwendet werden, um unverzerrte Schätzer zu erhalten.

Besonders auffallend ist der konstant negative Zusammenhang zwischen CEO Duality und Tobin's Q. Die Resultate aus der einfachen Regressionsanalyse scheinen sich somit zu bestätigen. Die FE-Modelle (1) und (2) werden mit allen vier Kontrollvariablen gerechnet, einmal jedoch mit und einmal ohne Jahr-Dummies. Analog zur einfachen Regression nimmt die Höhe des Koeffizienten leicht ab, wenn für Zeiteffekte kontrolliert wird. Die FE-Modelle (3) und (4) enthalten nur noch eine der beiden Kontrollvariablen für die Grösse des Unternehmens, LogSize oder LogSales. Das Modell (5) ist ein Random-Effects-Modell mit der Variable LogSize als Kontrol-

le für die Grösse. Es dient als Alternativ- und Vergleichsmodell zu den FE-Modellen, die aufgrund des Hausman-Tests zu bevorzugen sind.

Wird das Modell (1) betrachtet, welches gemäss den durchgeführten Tests zu verwenden ist, zeigt sich ein auf dem 10%-Niveau statistisch signifikanter und negativer Einfluss von CEO Duality auf die Bewertung der Unternehmen. Der Tobin's Q ist um 0.1959 kleiner, falls es sich um ein Unternehmen mit CEO Duality handelt. Dieser Effekt wird im Modell (3) betragsmässig gesehen leicht grösser, wenn nur LogSize verwendet wird. Jedoch ist der Schätzer dann knapp nicht mehr signifikant. Analog verhält es sich mit der Signifikanz im Modell (4), falls LogSales anstatt LogSize verwendet wird. Das RE-Modell (5) liefert ein ähnliches Ergebnis, welches auf dem 10%-Niveau signifikant ist. Noch immer sehr gering ist die Aussagekraft der Modelle mit einem R<sup>2</sup> zwischen 1.21% und 4.71%. Dies lässt sich darauf zurückzuführen, dass die Unternehmensbewertung durch die Aktionäre von weitaus mehr Faktoren abhängt, als nur von den hier verwendeten Kennzahlen, die ausserdem vor allem buchhalterisch geprägt sind.

Beachtlich sind jedoch die hohen Werte zwischen 54.82% und 79.46% für die Kennzahl Rho, welche den Anteil der gesamten Varianz darstellt, welcher aufgrund Unterschieden innerhalb der Unternehmen resultiert. Rho wird dabei häufig auch als Intra-Klassen-Korrelation bezeichnet (Torrey-Reyna, 2007). Besonders relevant ist hier jedoch nicht die absolute Höhe der Kennzahl, sondern die relative Veränderung von Rho zwischen den einzelnen Modellen. Die Werte bleiben für die Modelle (1) bis (4) aber relativ konstant und mit über 70% vergleichsweise hoch, was typisch für Fixed-Effects-Modelle ist. Das Rho für das RE-Modell ist mit 54.82% deutlich tiefer.

Die Richtungsweisen der Kontrollvariablen sind wie erwartet positiv für den Leverage und den ROA. Dies bedeutet, dass ein höheres Finanzierungsverhältnis und eine höhere Gesamtrentabilität mit einer höheren Unternehmensbewertung einhergehen. Diese Schätzer sind zudem bis auf den ROA-Schätzer im Modell (3) und (5) höchst signifikant. Log-

**Tabelle 4:** Multiples Regressionsmodell

Anmerkung: Diese Tabelle zeigt die Schätzungen verschiedener Regressionen von Tobin's Q auf CEO Duality. Der Modelltyp ist entweder Fixed-Effects (FE) oder Random-Effects (RE). Jahr-Dummies werden zur Kontrolle von Endogenität hinsichtlich der Zeit in das Modell integriert. Der Wert in Klammern stellt den robusten Standardfehler dar. \*\*\*, \*\* und \* beschreiben die Signifikanz auf dem 1, 5 oder 10 Prozentniveau.

|                | Tobin's Q              |                        |                        |                        |                        |
|----------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                | (1)                    | (2)                    | (3)                    | (4)                    | (5)                    |
| CEO2           | -0.1959*<br>(0.1146)   | -0.2793**<br>(0.1128)  | -0.2116<br>(0.1419)    | -0.1649<br>(0.1115)    | -0.2537*<br>(0.1514)   |
| Leverage       | 0.0142***<br>(0.0028)  | 0.0140***<br>(0.0036)  | 0.0131***<br>(0.0034)  | 0.0129***<br>(0.0031)  | 0.0131***<br>(0.0043)  |
| ROA            | 0.0143***<br>(0.0054)  | 0.0167***<br>(0.0058)  | 0.0084<br>(0.0061)     | 0.0141**<br>(0.0056)   | 0.0088<br>(0.0073)     |
| LogSales       | -0.4128<br>(0.2670)    | -0.4347<br>(0.2925)    | -                      | -0.8788***<br>(0.1948) | -                      |
| LogSize        | -1.0593***<br>(0.3262) | -0.7837***<br>(0.3333) | -1.5487***<br>(0.2917) | -                      | -0.6748***<br>(0.5162) |
| Modelltyp      | FE                     | FE                     | FE                     | FE                     | RE                     |
| Jahr-Dummies   | JA                     | NEIN                   | JA                     | JA                     | NEIN                   |
| N              | 2572                   | 2572                   | 2586                   | 2572                   | 2586                   |
| R <sup>2</sup> | 0.0350                 | 0.0246                 | 0.0471                 | 0.0121                 | 0.0372                 |
| Rho            | 0.7824                 | 0.7144                 | 0.7946                 | 0.7029                 | 0.5482                 |

Sales und LogSize haben einen negativen Einfluss auf die Bewertung. Dies lässt sich damit erklären, dass die Grösse eines Unternehmens ab einem gewissen Punkt den Unternehmenswert aus Sicht der Aktionäre nicht mehr steigern kann und somit senken muss.

Grundsätzlich bestätigt das multiple Regressionsmodell die ersten Ergebnisse aus der einfachen Regression und verstärkt somit die Evidenz für die erste Hypothese der Agency Theory. Sie besagt, dass das Vorhandensein von CEO Duality einen negativen Einfluss auf die Unternehmensbewertung haben könnte, weil die Aktionäre der Meinung sind, dass das Management bei einer CEO Duality nicht genügend kontrolliert wird. Somit bewerten sie das Unternehmen am Kapitalmarkt tiefer und strafen es für ihre Führungsstruktur ab. Es stellt sich die offensichtliche Frage, ob dies für alle Unternehmen gilt oder möglicherweise industrieabhängig ist. Daher wird in den weiteren Analysen eine Subsample-Analyse durchgeführt, bei welcher die Finanzinstitute von den Nicht-Finanzinstituten getrennt werden. Ausserdem wird eine alternative Grösse als abhängige Variable verwendet, um die Ergebnisse weiter testen zu können.

#### Weiterführende Analysen

##### Subsample-Analyse ohne Finanzinstitute

In dieser ersten weiterführenden Analyse soll die multiple Regressionsanalyse mit einem angepassten Sample durchgeführt werden. Da es für Banken seit 1991 gemäss dem Bankengesetz in der Schweiz gesetzlich verboten ist, eine CEO Duality Struktur an der Unternehmensspitze zu installieren, macht es Sinn, das Sample um die Finanzinstitute zu reduzieren, da diese Unternehmen über keine Entscheidungsfreiheit bezüglich ihrer Führungsstruktur verfügen. Ausserdem werden nicht nur Banken exkludiert, sondern allgemein Finan-

zinate gemäss dem Global Industry Classification Standard (GICS-Code 40). Dies erfolgt aus dem Grund, dass diese Unternehmen oftmals sehr unterschiedlichen Regulierungen unterworfen sind und eine grundlegend andere Finanzierungsstruktur haben.

Im Gesamtsample fallen von den 194 Unternehmen 44 Unternehmen oder 22.7% in diese Kategorie „Financials“. Die verbleibenden 150 „Non-Financial“ Unternehmen stellen das Sub-Sample 1 der ersten weiterführenden Analyse dar. Der gesamte Regressionsoutput ist in Tabelle 8 im Anhang 6 zu finden. Die Ergebnisse, verglichen mit den Resultaten vom Gesamtsample, ändern sich nur leicht. Alle Wirkungsrichtungen und Vorzeichen bleiben unverändert. Das Hinzufügen von Jahr-Dummies im FE-Modell führt dazu, dass der Koeffizient betragsmässig leicht kleiner, also weniger negativ wird. Zudem ist der Schätzer dann mit einem P-Wert von 0.16 statistisch nicht mehr signifikant.

Zusammengefasst ändern sich die Resultate für den Zusammenhang zwischen CEO Duality und der Unternehmensbewertung nicht, wenn nur Nicht-Finanzinstitute berücksichtigt werden. Daraus kann gefolgert werden, dass das Gesamtsample keine verzerrten Ergebnisse liefert, weil Unternehmen berücksichtigt werden, die per Gesetz keine CEO Duality haben dürfen.

##### Analyse mit ROA als abhängige Variable

In dieser zweiten weiterführenden Analyse sollen die bisher erhaltenen Ergebnisse aus dem Kapitel 3.2.2.3 mit einer alternativen Kennzahl als abhängige Modellvariable validiert werden. In der Literatur wird häufig der Return on Assets als Kennzahl verwendet, wenn Zusammenhänge zwischen Themen der Corporate Governance und der Unternehmensleistung untersucht werden. Dabei ist zu beachten, dass es sich beim ROA nicht wie beim Tobin's Q um eine typische Kenn-

zahl für die Unternehmensbewertung handelt, sondern um eine buchhalterische Rentabilitätskennzahl, die die Performance eines Unternehmens misst.

Die Ergebnisse zur multiplen Regression von ROA auf CEO Duality sind der Tabelle 9 im Anhang 7 zu entnehmen. Überraschenderweise zeigt sich ein positiver Zusammenhang zwischen dem ROA und CEO Duality. Dieser Wechsel des Vorzeichens gegenüber den Analysen mit Tobin's Q ist bei allen drei gezeigten Modellen konstant zu finden. Die Koeffizienten bleiben ebenfalls in der gleichen Grössenordnung, wenn LogSales anstatt LogSize verwendet wird und falls nur das Subsample ohne Finanzinstitute berücksichtigt wird.

Dieser positive Zusammenhang zwischen CEO Duality und ROA bedeutet, dass Unternehmen mit CEO Duality einen um 1.48% (Modell 1) höheren Return on Assets haben als Unternehmen ohne CEO Duality. Das Vorhandensein einer starken Führungsperson an der Spitze eines Unternehmens scheint die Performance des Unternehmens positiv zu beeinflussen. Jedoch sind die jeweiligen CEO2-Koeffizienten mit P-Werten von 0.15, 0.11 und 0.18 statistisch nicht signifikant.

Eine mögliche Erklärung für das unterschiedliche Vorzeichen liegt in der Art der Kennzahl. Während Tobin's Q als Kennzahl für den Unternehmenswert oder den Shareholder Value betrachtet wird, ist der ROA eine reine Profitabilitätsgrösse aus dem finanziellen Rechnungswesen. Aktionäre, die eine CEO Duality ablehnen, können die Unternehmen abstrafen, indem sie ihre Aktien verkaufen. Dadurch kann ein tieferer Unternehmenswert resultieren, wenn dies viele Aktionäre gleichzeitig oder im grossen Rahmen tun. Die Auswirkung von CEO Duality auf die operative Leistungsfähigkeit hingegen zeigt sich vor allem in Kennzahlen wie dem ROA. Eine starke Führung als grosser Vorteil von CEO Duality, wie dies die Stewardship Theory oft vertritt, kann sich somit positiv auf die Performance des Unternehmens auswirken. Wie nun diese unterschiedlichen Ergebnisse im Rahmen der Diskussion über CEO Duality zu verstehen und einzuordnen sind, wird im nächsten Kapitel 3.2.3 aufgezeigt.

### 3.2.3. Diskussion und Einordnung der Resultate

Die erhaltenen Resultate für den Zusammenhang zwischen CEO Duality und der Unternehmensbewertung aus den Regressionsanalysen sprechen für die erste Hypothese aus Kapitel 2.3.2.1. Der negative Zusammenhang zeigt eine gewisse Evidenz für die Agency Theory, welche eine Trennung der beiden Funktionen Chief Executive Officer und Verwaltungsratspräsident vorschlägt. Amstutz (2007, S. 165) vertritt sogar die Meinung, dass eine Personalunion nur in einer Krisensituation und zeitlich beschränkt eingeführt werden darf. Dies könnte beispielsweise den bereits erwähnten Anstieg der CEO Duality in der Schweiz während und kurz nach der Finanzkrise in Abbildung 4 im Kapitel 3.2.1.1 erklären.

Die Resultate stehen besonders national in Einklang mit der Corporate Governance Forschung zur CEO Duality. Analog zu Schmid und Zimmermann (2008), die ebenfalls Tobin's Q als Kennzahl verwenden, sind die Koeffizienten negativ. Da sie jedoch keine signifikanten Ergebnisse erhalten,

schlussfolgern sie, dass es keine empirische Evidenz für systematische Unterschiede der Bewertung gibt (Schmid und Zimmermann (2008), S. 182). Das Sample in der vorliegenden Arbeit besteht einerseits aus einer grösseren Anzahl an Unternehmen und andererseits aus einem deutlich längeren Beobachtungszeitraum. Dieser aktuelle Zeitraum von 2000 bis 2015 berücksichtigt somit die neueren Entwicklungen der Corporate Governance in der Schweiz, hauptsächlich beeinflusst durch den Swiss Code und dem Ruf nach einer Good Corporate Governance. Die Aktionäre scheinen das Vorliegen einer CEO Duality weniger zu tolerieren, da sie Unternehmen mit einer Personalunion tiefer bewerten. International betrachtet stehen die Resultate vor allem im Einklang mit Rechner und Dalton (1991) sowie Pi und Timme (1993), die mit ihren Studien ebenfalls Evidenz für die Agency Theory finden.

Die Resultate aus der zweiten weiterführenden Analyse mit dem ROA als abhängige Variable und als Performancekennzahl erscheinen auf den ersten Blick widersprüchlich zu den Resultaten aus der Hauptanalyse. Allerdings finden auch Ammann et al. (2005, S. 3) einen positiven Zusammenhang zwischen CEO Duality und der Performance von Unternehmen in der Schweiz. Während in der vorliegenden Analyse der ROA als Performancemass verwendet wird, arbeiten Ammann et al. (2005, S. 3) in ihrer Studie mit Überrenditen gegenüber der Rendite des SPI. Da die Resultate der vorliegenden Arbeit jedoch statistisch nicht signifikant sind, müssen solche Interpretationen mit grosser Vorsicht behandelt werden. Der positive Zusammenhang deutet aber eine gewisse Zustimmung für die Stewardship Theory an, die als Alternative zur gängigen Agency Theory betrachtet wurde. Im Sinne dieser Denkschule führt eine CEO Duality zu einer effizienten und effektiven Führung des Unternehmens, die sich in einer höheren operativen Leistungsfähigkeit des Unternehmens widerspiegeln kann. Eine höhere Performance müsste sich somit in Performancekennzahlen wie dem ROA zeigen.

Allgemein sind jedoch empirische Analysen im Rahmen der Corporate Governance Forschung aufgrund ihrer limitierten Aussagekraft eher vorsichtig zu beurteilen (Larcker und Tayan (2016), S. 14). Ammann et al. (2005, S. 11) betonen dabei, dass die Unternehmensperformance von zahlreichen und oft schwer messbaren Faktoren abhängt. Das gleiche Problem besitzen auch Kennzahlen der Unternehmensbewertung. Ebenfalls zu berücksichtigen ist die Tatsache, dass der Zusammenhang auch umgekehrt möglich wäre. Finkelstein und D'aveni (1994, S. 1088) merken an, dass die Unternehmensperformance auch direkt auf die CEO Duality wirken könnte. Unternehmen mit einer guten Performance in der Vergangenheit sind möglicherweise eher legitimiert, eine CEO Duality Struktur einzuführen als Unternehmen mit einer schlechten Performance. Weiter sind die Aktionäre eines Unternehmens, das eine schlechte Leistung zeigt, wohl eher in einer stärkeren Verhandlungsposition, um beispielsweise eine Personalunion zu verhindern. Aus diesem Grund ist auch die Kontrolle für die Profitabilität anhand der Kontrollvariable ROA sehr wichtig im Hauptmodell. Zweifelsohne besteht für diesen Zusammenhang und Gedankengang grossen Be-



darf, weiterführende Forschung und Analysen durchzuführen.

#### 4. Schlussfolgerungen

##### 4.1. Zusammenfassung

Die vorliegende Arbeit liefert eine quantitative Untersuchung der Auswirkung von CEO Duality auf die Bewertung von Unternehmen in der Schweiz. Damit soll einerseits empirisch gezeigt werden, ob die Empfehlungen im Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance präzise genug formuliert sind und ob die heutige Präferenz für eine Trennung der beiden Funktionen CEO und Verwaltungsratspräsident gerechtfertigt ist. Andererseits sollen Empfehlungen für die Politik und Wirtschaft erstellt werden können, da die bisherige Forschung auf diesem Gebiet sowohl international wie auch vor allem in der Schweiz umstritten und inkonsistent ist. Nach einer Aufarbeitung der bisherigen Forschung und Literatur zur CEO Duality, liegt der Fokus im zweiten Teil der Arbeit auf der Analyse des Zusammenhangs zwischen CEO Duality und Unternehmensbewertung für 194 Schweizer Publikumsgesellschaften aus dem sehr breit gefassten Swiss Performance Index. Die Analyse erfolgt über 16 Jahre und basiert auf einem handgesammelten Datensatz über das Vorhandensein von CEO Duality in der Schweiz.

Die zwei aufgestellten Hypothesen basieren auf den beiden vorherrschenden Denkschulen in der Literatur, die Agency Theory und die Stewardship Theory. Erstere postuliert einen negativen Zusammenhang zwischen CEO Duality und der Unternehmensbewertung und letztere einen positiven Einfluss. Eine multiple Regressionsanalyse des Paneldatensatzes mit diversen Modellen führt zu konstant negativen Koeffizienten für den Einfluss von CEO Duality auf die Bewertung. Diese Koeffizienten sind teilweise statistisch signifikant und bestätigen somit die erste Hypothese und die Vertreter der Agency Theory, die eine Trennung der beiden Funktionen an der Unternehmensspitze bevorzugen.

Die Ergebnisse bestätigen somit die Änderung der Formulierung im Swiss Code. Seit 2014 beinhaltet die Empfehlung unter der Ziffer 19 eine klare Präferenz für die Trennung und somit für eine Doppelspitze, während vorher eine neutrale Formulierung beide Systeme gleichbehandelte (Economiesuisse (2014), S. 12). Nichtsdestotrotz lässt der Swiss Code eine Personalunion unter gewissen Umständen immer noch zu. Ausser bei den Banken gibt es bisher keine Gesetze oder Regulierungen in der Schweiz, die das Doppelmandat verbieten. Dies hängt damit zusammen, dass die Frage der Ausgestaltung der obersten Führungsstruktur auch immer stark vom Einzelfall und somit von den betreffenden Personen abhängig ist (von der Crone (2001), S. 29). Amstutz (2007, S. 164) ist der Meinung, dass eine strikte gesetzliche Vorgabe der Doppelspitze und somit ein Verbot von CEO Duality nicht zielführend wäre. Er forderte die Einführung der Doppelspitze als Regel, jedoch mit der Möglichkeit für die Unternehmen, die Wahl einer Personalunion angemessen zu erklären. Genau dies wurde 2014 von der Economiesuisse auch umgesetzt.

Ein weiteres Indiz gegen die Einführung einer gesetzlichen Pflicht der Doppelspitze liefern die Ergebnisse der weiterführenden Analyse aus der vorliegenden Arbeit. Es scheint einen schwach positiven Zusammenhang zwischen der CEO Duality und der Performance der Unternehmen zu geben. Unternehmen mit einer Personalunion scheinen einen leicht höheren ROA zu haben. Jedoch sind diese Ergebnisse statistisch nicht signifikant und somit mit grosser Vorsicht zu behandeln. Das beste Beispiel für ein Schweizer Unternehmen mit einer starken Performance während einem Doppelmandat ist Lindt & Sprüngli. Ernst Tanner, CEO und Verwaltungsratspräsident seit 1994, hat erst im Juni 2016 sein Doppelmandat niedergelegt und gleichzeitig versichert, als exekutiver VRP weiterhin sehr aktiv zu sein (Finanzen.ch (2016)). Eine solche Machtkonzentration an der Spitze eines grossen Unternehmens ist in solchem Umfang wahrscheinlich nur möglich, wenn die Performance gleichzeitig sehr hoch ist. Ein gesetzliches Verbot würde die Gestaltungsmöglichkeiten der Unternehmen stark einschränken, was wiederum nicht im Interesse der Politik und der Wirtschaft sein kann.

##### 4.2. Fazit und Ausblick

Die Frage nach der optimalen Führungsstruktur von börsenkotierten Unternehmen ist und bleibt eine sehr spannende Thematik. Auch in Zukunft wird das Thema CEO Duality Investoren, Politiker und Manager beschäftigen und kontroverse Diskussionen anregen. Die momentane Rechts- sowie Regulierungsgrundlage kann im Lichte der erhaltenen Resultate aus der vorliegenden Arbeit als vernünftig beurteilt werden. Für ein allgemeines gesetzliches Verbot der Personalunion gibt es zu wenig Konsistenz in der Forschung. Zudem hat die CEO Duality durchaus auch diverse Vorteile in bestimmten Situationen. Ausserdem gibt es häufig Konstellationen, in denen ein Doppelmandat stärker gerechtfertigt ist. Beispielsweise ist das Vorhandensein von CEO Duality bei einer unechten Publikumsgesellschaft mit einem institutionellen Investor oder einer Familie als grossen Mehrheitsaktionär eher legitimiert als bei einer Gesellschaft mit einem breitgestreuten Aktionariat. Das Prinzipal-Agenten-Problem reduziert sich oder verschwindet sogar ganz bei solchen Unternehmen. Nicht zu vergessen ist aber die Tatsache, dass das Bankengesetz mit dem Verbot des Doppelmandats für Banken in der Schweiz zwar als Ausnahme gilt, jedoch damit das möglicherweise höhere Risiko bei einer Machtakkumulation explizit berücksichtigt (Amstutz (2007), S. 158).

Zukünftige Analysen und Studien auf diesem Gebiet der Corporate Governance Forschung sollten sich neben der Frage der Legitimation von CEO Duality für bestimmte Arten der Publikumsgesellschaft auch Situationen widmen, die einer CEO Duality nahekomen. Wenn ein langjähriger CEO beispielsweise seinen Posten abgibt und dafür Präsident vom gleichen Unternehmen wird, dann liegt de facto eine ähnliche Situation vor wie bei einer typischen Personalunion (Amstutz (2007), S. 147). Solche Konstellationen sind in der Schweiz sehr häufig zu finden, wenn die Geschäftsberichte der Unternehmen genau analysiert werden. Lindt & Sprüngli ist auch hier ein gutes Beispiel. Als neuer CEO folgte im Juni

2016 Dieter Weisskopf, welcher seit 1995 als CFO bei Lindt & Sprüngli amtierte und gemäss Ernst Tanner in circa fünf Jahren idealerweise das Verwaltungsratspräsidium übernehmen wird ([Finanzen.ch \(2016\)](#)).

In der vorliegenden Analyse wurden lediglich vier Kontrollvariablen in das Modell integriert. Zudem erfolgt eine Subsample-Analyse anhand der Separierung in Finanzinstitute und Nicht-Finanzinstitute. Rein technisch macht es für weiterführende und ausführlichere Analysen Sinn, zusätzliche Kontrollvariablen in das Modell aufzunehmen, um beispielsweise für Industriezugehörigkeit und Governance-Variablen kontrollieren zu können. Dies würde den Erklärungsgehalt des Modells nochmals erhöhen.

Die Analyse der Auswirkung von CEO Duality auf die Bewertung von Unternehmen in der Schweiz hat gezeigt, dass die Entscheidung über die Führungsstruktur weitreichende Implikationen für die Unternehmen und ihre Aktionäre hat. Sie muss daher situationsabhängig und vor allem äusserst sorgfältig getroffen werden, um negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert verhindern oder verringern zu können.

## Literatur

- Ammann, M., Leuenberger, M., von Wyss, H., et al. Eigenschaften von Verwaltungsräten und Unternehmensperformance. *Swiss Journal of Economics and Statistics (SJES)*, 141(1):1–22, 2005.
- Amstutz, M. D. *Macht und Ohnmacht des Aktionärs: Möglichkeiten und Grenzen der Corporate Governance bei der Wahrung der Aktionärsinteressen*. Neue Zürcher Zeitung, Zürich, 2007.
- Bainbridge, S. M. *Corporate governance after the financial crisis*. Oxford University Press, New York, 2012.
- Baliga, B. R., Moyer, R. C., und Rao, R. S. CEO duality and firm performance: What's the fuss? *Strategic Management Journal*, 17(1):41–53, 1996.
- Berle, A. und Means, G. *The modern corporate and private property*. McMillan, New York, NY, 1932.
- Bloomberg. Kennzahldefinition und Daten zu abhängiger Variable Tobin's Q & Kontrollvariablen aus der Bloomberg Datenbank, 2017.
- Böckli, P., Huguenin, C., und Dessemontet, F. *Expertenbericht der Arbeitsgruppe "Corporate Governance" zur Teilrevision des Aktienrechts*. Zürich: Schulthess Verlag, 2004.
- Boyd, B. K. CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4):301–312, 1995.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., und Jarrell, G. Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3): 189–220, 1997.
- Chaganti, R. S., Mahajan, V., und Sharma, S. Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry [1]. *Journal of Management Studies*, 22(4):400–417, 1985.
- Chung, K. H. und Pruitt, S. W. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3):70–74, 1994.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., und Donaldson, L. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1):20–47, 1997.
- Dey, A., Engel, E., und Liu, X. CEO and board chair roles: To split or not to split? *Journal of Corporate Finance*, 17(5):1595–1618, 2011.
- Donaldson, L. The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of Management Review*, 15(3):369–381, 1990.
- Donaldson, L. und Davis, J. H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1):49–64, 1991.
- Economiesuisse. *Swiss code of best practice for Corporate Governance*. Zürich: Economiesuisse, 2014.
- Elsayed, K. Does CEO duality really affect corporate performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15(6):1203–1214, 2007.
- Ethos Services. *Ethos Studie 2016. Generalversammlungen, Vergütungen und Corporate Governance*. Genf: Ethos Stiftung, 2016.
- Fama, E. F. und Jensen, M. C. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2):301–325, 1983.
- Finanzen.ch. Lindt & Sprüngli: Ernst Tanner gibt Doppelmandat ab – Finanzchef neuer CEO, 2016. URL <http://www.finanzen.ch/nachrichten/aktien/Lindt-&-Spruengli-Ernst-Tanner-gibt-Doppelmandat-ab-Finanzchef-neuer-CEO-1001239645>. Abgerufen am 05.04.2017.
- Finkelstein, S. und D'aveni, R. A. CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37(5):1079–1108, 1994.
- Giesselmann, M. und Windzio, M. *Regressionsmodelle zur Analyse von Paneldaten*, volume 1. Springer-Verlag, 2012.
- Hofstetter, K. *Corporate Governance in der Schweiz - Bericht im Zusammenhang mit den Arbeiten der Expertengruppe "Corporate Governance"*. Zürich: Economiesuisse, 2002.
- Jensen, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3):831–880, 1993.
- Jensen, M. C. und Meckling, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4):305–360, 1976.
- Larcker, D. und Tayan, B. *Corporate governance matters: A closer look at organizational choices and their consequences*. New Jersey: Pearson Education, 2016.
- Lindt & Sprüngli. *Geschäftsbericht 2015*. Kilchberg, 2016.
- OECD. *G20/OECD-Grundsätze der Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing, 2015.
- Pi, L. und Timme, S. G. Corporate control and bank efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 17(2):515–530, 1993.
- Probst, G. und Raisch, S. Organizational crisis: The logic of failure. *The Academy of Management Executive*, 19(1):90–105, 2005.
- Rechner, P. L. und Dalton, D. R. The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: Evidence vs. rhetoric. *The Academy of Management Executive*, 3(2):141–143, 1989.
- Rechner, P. L. und Dalton, D. R. CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2):155–160, 1991.
- Ruigrok, W., Peck, S. I., und Keller, H. Board characteristics and involvement in strategic decision making: Evidence from Swiss companies. *Journal of Management Studies*, 43(5):1201–1226, 2006.
- Schmid, M. M. und Zimmermann, H. Should chairman and CEO be separated? Leadership structure and firm performance in Switzerland. *Schmalenbach Business Review*, 60(2):182–204, 2008.
- SIX Swiss Exchange. *Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance*. Zürich: SIX Swiss Exchange, 2016.
- Stock, J. H. und Watson, M. W. *Introduction to Econometrics (3. Aufl.)*. Boston: Addison Wesley, 2003.
- SWX Swiss Exchange. *Kommentar zur Corporate Governance-Richtlinie*. Zürich: SWX Swiss Exchange, 2007.
- Tonello, M. Separation of chair and CEO roles. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 2011. URL <https://corpgov.law.harvard.edu/2011/09/01/separation-of-chair-and-ceo-roles/>. Abgerufen am 17.02.17.
- Torres-Reyna, O. Panel data analysis fixed and random effects using Stata (V. 4.2). Princeton University – Data and Statistical Services, 2007. URL <https://www.princeton.edu/~otorres/Panel101.pdf>. Abgerufen am 08.03.17.
- UBS. *Finanzbericht 2006*. Zürich: UBS AG, 2007.
- Volkart, R. und Wagner, A. *Corporate Finance – Grundlagen von Finanzierung und Investition (6. Aufl.)*. Zürich: Versus, 2014.
- von der Crone, H. Wenn der Präsident auch CEO ist. *Wie beurteilt Corporate Governance eine Personalunion?* *Neue Zürcher Zeitung*, page 29, 2001.
- Wooldridge, J. M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. The MIT press, Cambridge, 2 edition, 2010.